全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[美]约翰·诺夫辛格（John R. Nofsinger）著
赖晓鹏 张瑞卿 译

The Psychology of Investing



投资中的心理学

（原书第3版）

源自华尔街纽约股票交易所的投资心经

不要贪婪，不要盲目跟风，不要投机。
——沃伦·巴菲特



中国人民大学出版社
China Renmin University Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著作权合同登记号
图字：01－2008－1238

财富和自由，属于登高望远的投资者！

- **作为一种金钱与数字的游戏，投资有"放诸四海而皆准"的法则吗？**
- **不可否认，投资是一门科学，投资者需要在掌握一定的企业经营和财务知识的基础上做出理性判断；但投资同时也是一门艺术，并不是说只要你智商够高就能做得好，它需要你具备某种直觉与悟性。**
- **世界上最深的地方是大海，比大海更深的是人心；而心理与金钱的混合作用，则使投资变得更加高深莫测。**
- **华尔街有一句古老的格言："不要把大脑同牛市相混淆"。**

约翰·诺夫辛格博士是美国投资心理研究方面的一流专家，《投资中的心理学》是其多年潜心研究之作，本书超越了传统投资图书侧重投资工具的窠臼，从独特的视角深入浅出地剖析了投资者的种种心理偏差，并提出了行之有效的克服办法。

上架指导：个人理财/投资心理


湛庐文化·策划
service@cheersbooks.com
www.cheersbooks.com

为中国管理界创造崭新的工作与生活方式
For Chinese Management





ISBN 978-7-300-09089-4/F·3126

定价：32.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资中的心理学（原书第3版）

The Psychology of Investing

[美]约翰·诺夫辛格（John R. Nofsinger）著
赖晓鹏 张瑞卿 译



中国人民大学出版社
China Renmin University Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

投资中的心理学（原书第3版）/（美）诺夫辛格著；赖晓鹏，张瑞卿译.
北京：中国人民大学出版社，2008
ISBN 978-7-300-09089-4

Ⅰ. 投…
Ⅱ. ①诺…②赖…③张…
Ⅲ. 投资－经济心理学－研究
Ⅳ. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2008）第029599号

投资中的心理学（原书第3版）
［美］约翰·诺夫辛格 著
赖晓鹏 张瑞卿 译

出版发行	中国人民大学出版社		
社　　址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电　　话	010－62511242（总编室）		010－62511398（质管部）
	010－82501766（邮购部）		010－62514148（门市部）
	010－62515195（发行公司）		010－62515275（盗版举报）
网　　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经　　销	新华书店		
印　　刷	北京京北制版印刷厂		
规　　格	165mm×205mm　20开本	版　　次	2008年3月第1版
印　　张	9.6 插页2	印　　次	2008年4月第2次印刷
字　　数	103 000	定　　价	32.00元

版权所有　侵权必究　　印装差错　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

控制内心方能长期获益

有则幽默故事：一位石油大亨死后到天堂去参加会议，一进会议室发现已经座无虚席，没有地方落座，于是他灵机一动，大喊一声："地狱里发现石油了！"这一喊不要紧，天堂里的石油大亨们纷纷向地狱跑去，很快，天堂里就只剩下那位大亨了。这时，大亨心想，大家都跑了过去，莫非地狱里真的发现石油了？于是，他也急匆匆地向地狱跑去。

地狱里也许没有一滴石油，但跑去那里受苦却是事实。想想那些在股市里追涨杀跌、在贪婪与恐惧中倍受煎熬的投资者，这则故事非常形象。从心理学的角度来看，这是一种典型的投资心理偏差。美国华盛顿州立大学金融学教授、投资心理研究方面的一流专家约翰·诺夫辛格博士，将这种由于从众心理而产生的盲从现象称为"羊群效应"。事实上所有人都有一种从众心理，但"羊群效应"对大多数投资者造成的损失却是巨大的。

诺夫辛格关于投资心理方面的观点引起了《商业周刊》、《财富》等主流财经媒体的广泛关注，并经常被引用。另外，他还在纽约股票交易所从事一些前沿性研究工作，通过对投资者的广泛调查和研究，证实了他所发现的一系列心理偏差。例如，因某次投资决策灵光闪现、收获颇丰而产生的"过于自信"心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理；投资者出于对自身的关注往往会尽力避免懊悔、寻求自豪，尽管这会直接导致投资者过早出售盈利股票而过长持有亏损股票；投资者每天会接收到海量的信息，但许多人却利用这些信息做出了错误的决策，那是潜意识中的思维偏差造成的。

近年来，国内外对心理如何影响投资者行为的关注与研究颇引人注目，约翰·诺夫辛格博士汇集上述研究成果的《投资中的心理学》便是这一领域首屈一指的佳作。他以独特的视角，用简单易懂的文字剖析了投资者的种种心理及其所导致的后果，并且提出了一些可行的克服这些心理偏差的办法，譬如仅将聊天室和论坛上的信息看成是娱乐；设定一个市场收益目标；以及每年回顾一下自己所犯下的心理偏差。

成功的投资并不只是挑选好的股票那么简单，事实上，了解自己同样重要。一个有头脑的投资者常走麦城，就是因为他受到了心理偏差的控制而造成决策失误。股市里的投资者只有控制了自己的内心才能真正长期获益，这本书刚好在这方面给了我们深刻启示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一切为了您的阅读价值



常常阅读我们图书的读者一定都记忆犹新，2008 年前出版的图书中，都放置了一篇题为“一切为了您的阅读体验”的文章，文中所谈，如今都得到了读者的广泛认同，也得到了出版业内同行的追随。

在我们 2008 版的新书以及重印书中，读者会看到这篇“一切为了您的阅读价值”；而对于我们图书的新读者，我们特别在整本书的最后几页，放置了“一切为了您的阅读体验”的精编版。今后，我们将在每年推出崭新的针对读者阅读生活的不同设计和思考。

- 您知道自己为阅读付出的最大成本是什么吗？
- 您是否常常在阅读过一本书籍后，才发现不是自己要看的那一本？
- 您是否常常发现书架上很多书籍都是一时冲动买下，直到现在一字未读？
- 您是否常常感慨书籍的价格太贵，两百多页的书，值三十多元钱吗？

★ 阅读的最大成本

读者在选购图书的时候，往往把成本支出的焦点放在书价上，其实不然。**时间才是读者付出的最大阅读成本：**

阅读的时间成本 = 选择图书所花费的时间 + 阅读图书所花费的时间 + 误读图书所浪费的时间

★ 选择合适的图书类别

目前市场上的**图书来源**可以分为**两大类，五小类：**

1. 引进图书：引进图书来源于国外的出版公司，多为从其他语种翻译成中文而出版，反映国际发展现状，但与中国的实际结合较弱，这其中包括三小类：

a）教科书：这类书理论性较强，体系完整，但多为学科的基础知识，适合初入门的、需要系统了解一门学问的读者。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

b）**专业书**：这类书理论性、专业性均较强，需要读者拥有比较深厚的专业背景，阅读的目的是加深对一门学问的理解和认识。



c）**大众书**：这类书理论性、专业性均不强，但普及性较强，贴近现实，实用可操作，适合一门学问的普通爱好者或实际操作者。



2. **本土图书**：本土图书来源于中国的作者，反映中国的发展现状，与中国的实际结合较强，但国际视野和领先性与引进版相比较弱，这其中包括两小类，可通过封面的作者署名来辨别：

a）**“著”作**：这类图书大多为作者亲笔写就，请读者认真阅读“作者简介”，并上网查询、验证其真实程度，一旦发现优秀的适合自己的作者，可以在今后的阅读生活中，多加留意。系统的了解几位优秀作者的作品，是非常有益的。



b）**“编著”图书**：这类图书汇编了大量图书中的内容，拼凑的痕迹较明显，建议读者仔细分辨，谨慎购买。

★ 阅读的收益

阅读图书最大的收益，来自于获取知识后，**应用于自己的工作和生活**，获得品质的**改善和提升**，由此，油然而生一种无限的**满足感**。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

博观资本董事长　张凯

2002 年 10 月 8 日，瑞典皇家科学院将当年的诺贝尔经济学奖授予美国普林斯顿大学的丹尼尔·卡恩曼（Daniel Kahneman）和美国乔治·梅森大学的维农·史密斯（Vernon L. Smith），以表彰他们在结合经济学和心理学理论来研究人们的决策行为方面所做出的杰出贡献。金融市场是这方面研究的主要对象，因此行为金融学（Behavior Finance）从此大放异彩，备受理论界和实务界的关注，成为当代金融学研究的热点和前沿。行为金融学分析人的心理、行为以及情绪对人的金融决策、金融产品的价格以及金融市场发展趋势的影响。行为金融学家采用了大量实验的方法（正如本书那样），将人的行为进行定量分析，从而得出有价值的结论。

行为金融学家们通过实证研究得出了许多难以用经典的经济学和金融学理论解释的现象，例如：趋向性效应、小公司效应（small company effect）、一月效应（January effect）、周末效应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(weekend effect)、股权风险溢价(equity risk premium)之迷等等。以趋向性效应为例，赫什·舍夫林(Hersh Shefrin)和迈尔·斯塔特曼(Meir Statman)于1985年撰文指出，在股票市场上投资者往往对亏损股票存在惜售心理，即继续持有亏损股票，不愿意实现损失；投资者在盈利面前趋向回避风险，愿意较早卖出股票以锁定利润。二人将产生趋向性效应的原因归结于投资者的心理，投资者为避免损失引起的后悔和尴尬而竭力规避损失，因为一旦出现损失实现，即证明投资者以前的判断是错误的；投资者急于实现盈利是为了证明自我，即骄傲自大心理所致。赵学军和王永宏(2001)对中国股市的趋向性效应进行的实证研究结果表明：中国的投资者更加倾向于卖出盈利股票，继续持有亏损股票，而且这种倾向比国外投资者更为严重。

另外，证券投资中常用的技术指标，有许多也是反应多数投资者心理变化的。从统计意义上讲，一些技术指标正确的概率长期大于50%，反映出它是有一定效果的。

基于众多难以解释的现象和研究结论，行为金融学认为每一个现实的投资者都不是完整意义上的“理性人”，其决策行为不仅制约于外部环境，更会受到自身固有的各种认知偏差的影响，一些以前成功或失败的经历将影响今后的决策。

我认为经典的投资理论假设人都是“理性”的，并以此为前提构建了投资理论的框架本身并没有错误。因为所谓“理性”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



并非指投资者所作的决策其后必须证明是正确的才为理性，而在于其所作的决策是不是以“利益最大化”作为基本目标，即是否符合“经济人”的假设。显然，正常情况下投资者在做投资决策时是希望多赚钱或少赔钱的。不过，偶而也会有人像兴业银行交易员 Jerome Kerviel 先生那样，做出导致这家法国银行巨亏 48 亿欧元的令人啼笑皆非的决策，这属于另类。但的，我们必须区分经济上的理性和专业上的理性。也就是说，当一个人基于自身利益最大化做出了投资决策，他是基于自己专业分析能力、风险偏好以及所了解的信息做出的，但这一决策可能在专业上并不理性，这类似于“好心办坏事”。导致人们在理性（经济上的）的动机下做出不理性（专业上的）决策的原因主要有两个：一是信息不充分或/和专业知识不足；二是心理因素的影响。

投资界有一句人人皆知的名言：投资者总是被两种情绪困绕——恐惧与贪婪。做过投资，特别是波动大的股票投资或期货投资的人都知道，这两种情绪就像魔鬼一样总是跟着投资者，影响其理性决策。心理因素对于投资的影响，在于人们在做出投资决策的时候，一方面需要克服自身的心理弱点，方能做出正确的决策，用一句人们常用的话来讲，叫做“战胜自我”；另一方面，投资者还需要了解其他投资者的心理，方能赢得利益的博奕，从而“战胜他人”。投资是既需要战胜自我，也需要战胜他人的博奕。因此，了解自己和他人常犯的心理偏差，是十分重要的。巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



菲特说："别人恐惧时你贪婪，别人贪婪时你恐惧"。实际上要求我们在控制好自己的投资情绪的同时，要能洞察大众的投资情绪。

中国证券市场是一个以"新兴加转轨"为基本特征的市场，投资者以中小散户为主且大多不成熟，是最容易产生"心理偏差"的投资者。《投资中的心理学》总结了人们在进行投资时常面临的心理偏差，如过于自信、自豪心理和懊悔心里、赌场的钱效应、蛇咬效应、羊群效应、试图翻本效应等等。一方面可以给自己警醒或提示，另一方面，也可以用来洞察社会大众的交易行为，有利于投资者做出正确的投资决策。从我对中国投资者的了解来看，我觉得中国投资者还常犯如下心理偏差：盲目寄希望于政府和过分相信专家、听信消息；过于频繁的交易，持股时间过短；对投资收益的要求过高；吃了亏还老不长记性。而这些心里偏差又常常被市场主力所利用，既给投资者带来巨大的损失，又容易造成证券市场的非理性波动。书中第10章还提出了克服偏差的策略：了解偏差；明白投资的原因；制定量化的投资标准；分散投资；控制投资环境。我认为都是十分有价值的经验之谈，值得读者一试。

2008年3月18日于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序　言

华尔街有句老话：市场受到两个因素的影响，一个是恐惧情绪，另一个是贪婪情绪。虽然这个观点是正确的，但太过简单。事实上，人的大脑思维及情绪非常复杂，仅用“恐惧”和“贪婪”两个词语来描述影响人们投资决策的心理因素，是远远不够的。本书是最早开始对投资心理学这一有趣、重要的课题进行深入调查和研究的成果之一。

其他书中极少涉及这一内容，因为传统的金融学主要侧重于发展及完善投资工具，使投资者能够借助这些工具让自己的预期收益率和风险达到最优化。传统金融学的成果丰硕，研究出了许多投资工具，例如资产定价模型、投资组合理论、期权定价理论。虽然投资者在做出投资决策时可以使用这些工具，但是通常情况下，他们却很少使用，这是因为心理因素对投资决策的影响要远远大于金融理论。

不幸的是，由于心理偏差的存在，投资者往往难以做出正确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



决策。通过对自己心理偏差的了解，投资者就能够战胜这些投资障碍，从而增加自己的财富。本书的大部分章节结构相似。首先，描述了什么是心理偏差，并用一些我们所熟悉的日常行为（例如开车）加以解释。接着，阐述了心理偏差对投资决策的影响。最后，采用学术研究的成果来证明投资者当中确实存在的一些问题。

我们对投资者心理的了解正在日益加深。作为《投资中的心理学》的第3版，本书增加了10%的内容，而且每章都增加了新的证据和观点。

本书的目的并非取代传统的金融学理论，而在于使人们通过了解投资过程的心理偏差，更好地应用传统投资工具。阅读本书之后，你会真正了解到传统投资工具的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一切为了您的阅读体验



★ 我们出版的所有图书都将归于以下几个品牌









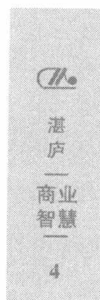


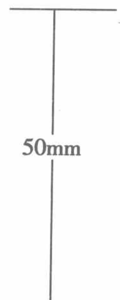




★ 找“小红帽”

为了便于读者辨认，我们在每本图书的书脊上部 5cm 处，全部用红色标记，称之为——“小红帽”。同时，“小红帽”上标注“湛庐”字样以及所属图书品牌名称与编号。这样便于读者在浩如烟海的书架陈列中清楚地找到我们，同时便于收藏。







★ 找“湛庐文化”

我们所有出品的图书，在图书的封底上都有湛庐文化的标志和“湛庐文化·策划”的字样。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ **双封面设计**

每本书的封面都由包封和硬卡纸两套组成，这样既提高了装帧质量，使之近似于精装，又使读者不用花费精装的价格。在封面设计上，包封和卡纸的设计理念不同。包封比较完整地体现了原书的风貌和所要传递的信息。卡纸则追求简约、时尚的风格，但是依旧保留了图书的基本信息。这样读者在阅读时可以拿掉图书的外包封，一方面方便读者的阅读，同时在收藏时依旧可以保证图书的完整信息。

★ **用轻型纸**

您现在正在阅读的这本书所使用的是轻型纸，有白度低、质感好、韧性好、油墨吸收度高等特点，价格比一般的纸更贵。

★ **关注阅读体验**

我们目前所使用的字体、字号和行距，是在经过大量调查研究的基础上确定的，符合读者阅读感受。每页设计的字数可以在阅读疲劳周期的低谷到来之前，使读者稍作停顿，减轻读者的阅读疲劳，舒适的阅读感觉油然而生。

所有的一切都为了给您更好的阅读体验，代表着我们“十年磨一剑”的专注精神。我们希望我们能够成为您事业与生活中的伙伴，帮助您成就事业，拥有更为美好的生活。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·诺夫辛格博士，华盛顿州立大学的金融学教授。他是公认的投资者心理和行为金融学方面的世界一流专家。他的观点经常被《华尔街日报》、《财富》、《商业周刊》、《彭博财经》（*Bloomberg*）、CNBC电视台、华盛顿邮报和有线网络公司（Wired.com）等财经媒体引用。著有《疯狂投资》(*Investment Madness*)、《投资失误》(*Investment Blunders*)等书，合著的作品有《传染性贪婪》。诺夫辛格博士已经在一流的学术和专业杂志上发表了二十多篇文章，他的研究成果在国际金融管理协会(International Financial Management Association)、芝加哥数量联盟（Chicago Quantitative Alliance）和亚太资本市场研究中心（PACAP）等机构的会议上获得过多项奖励。他还为纽约股票交易所和投资管理与研究协会做一些前沿性研究工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

第 1 章　心理学与金融学　1

买彩票的人都知道，从长远来看，每个号码的中奖几率是相同的，所以每个彩民都不会选择最近中过的号，因为他会认为这些号码不太可能再中奖。但是，假设除我之外的其他彩民都避开最近才中过的号码，而我就选这些被刻意避开的号码……

第 2 章　过于自信　17

很多人在投资的时候，经常犯“过度自信”的问题，觉得自己是料事如神的投资者，就算从未做过分析，也仿佛有超能力的本事，可以预测到股价的走势。他们在做投资的时候，常会高估自己投资的知识和能力，只要偶然幸运地成功一次，就会把自己当成投资家，夸大自己的预测能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 3 章　自豪心理与懊悔心理　35

假设你想买入一支新的股票，但手头上的现金不足，因此必须出售你所持有的部分股票以筹钱买进新的股票。这时，你可以出售你所持有的两支股票中的任意一支。自买入以来，股票 A 已经盈利 20%，但股票 B 却已亏损了 20%。你会出售哪一支股票呢？

第 4 章　风险感知　51

每个人都听到过“买低，卖高”的投资建议，那么在现实中为什么这种做法难以实现呢？

第 5 章　心理会计　69

假如买股票的钱是辛苦工作赚来的，心理上便会更为在意；但如果是另外的投资所得，就会觉得损失了也没什么大不了的，因为反正是外来的钱。其实，这种心理是不对的，因为无论是工作得来的钱还是投资赚来的钱，它们都是自己的钱，处理的态度不应该有任何分别。

第 6 章　建立投资组合　85

若你已经拥有一个分散化的投资组合，其中包括大型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国内公司股票、国际公司股票和固定收入证券。你正在考虑加入以下的投资：新兴市场股票、欧洲和东亚地区公司股票、高收益债券、房地产和国库券等。增加以上投资会对现有的投资组合的风险产生什么影响呢？

第7章 代表性思维与熟悉性思维 101

人们往往将一个好的公司与一项好的投资相混淆。好公司指的是一个公司大规模盈利、销售快速增长以及管理有序；而好的投资指的是该股票比其他股票上涨的都快。那么一个好公司的股票就一定是好的投资吗？

第8章 社会互动与投资 117

在看到别人纷纷入市的时候，我们常常经不住诱惑，盲目跟风，做出不理智的投资决定。例如在牛市见顶或熊市见底时，市场都会形成一种极度兴奋或压抑的氛围，这时投资者的心态往往被众人情绪所控制，形成了一种跟着别人跑的“羊群效应”。

第9章 情感与投资决策 135

天气晴朗引起的愉悦情绪能影响投资者和股票市场吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果阳光让投资者情绪愉悦，他们对前景会相对乐观。因此，投资者在晴天就更可能买入而不是出售股票，股市本身也会受到影响。密歇根大学的两位金融经济学家的研究也证实太阳会影响投资者的决策和市场的走势。

第 10 章　自我控制与决策　153

3 年连续亏损会把投资者 30 年的投资计划缩短到 3 年，他们想淡出市场。

——肯尼斯 · 费希尔和迈尔 · 斯塔特曼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章 心理学与金融学

买彩票的人都知道，从长远来看，每个号码的中奖几率是相同的，所以每个彩民都不会选择最近中过的号，因为他会认为这些号码不太可能再中奖。但是，假设除我之外的其他彩民都避开最近才中过的号码，而我就选这些被刻意避开的号码……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



传统的金融学观点认为投资者的心理并非影响投资者做出正确决策的因素之一。过去60年中金融学的发展主要基于以下两个假设：

- 投资者会做出理性的决策。
- 投资者对未来走势的预测不存在偏差。

一直以来，金融学界都假定投资者的行为是为了达到自己的最大利益，这样，研究者就能够创造出一些强大的投资工具供投资者使用。例如，投资者可以利用现代投资组合理论得到预期收益率的最大值，且将风险控制在自己能够承受的范围内。定价模型（例如资本资产定价模型、套利定价理论及期权定价理论）可以帮助投资者对有价证券做出评价，并且预见预期风险及收益。在关于投资的教材里，这类有用的理论比比皆是。

然而，心理学家一直认为以上金融学家的假设存在问题。通常情况下，投资者做出的投资决策似乎并不理性，且对于未来走势的预测也存在一些失误。例如，传统的金融学假定投资者会自动规避风险。虽然投资者主观上不愿意冒险，但是如果预期收益足够大的话，他们还是会冒险的。另外，传统金融学认为投资者在各种投资行为中规避风险的程度始终一致，但在现实中，投资者的行为往往会违背这些假设。例如，投资者在购买保险时就表现出规避风险的心理，但是在买彩票的时候却表现出寻求风险的心理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一直以来，金融学界都难以接受这样一种可能性，即经济决策存在可预见的偏见。早期行为金融学的支持者在当时被认为是异教徒。然而，在过去的20年，心理因素及情感因素会影响金融决定的观点被越来越多的人接受。今天，我们不再认为早期行为金融学的支持者是异教徒，而认为他们是空想家。虽然关于心理因素在何时、以什么方式、为什么会影响投资的争论还在继续，但是从2002年诺贝尔经济学奖颁发给心理学家丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）和实验经济学家弗农·史密斯（Vernon Smith）这一事实可以看出，许多人已经承认心理因素对经济行为存在影响。

现在，金融经济学家们逐渐认识到投资者的投资行为可能是非理性的。投资者的可预见决策的失误可能会影响到市场发挥其功能。行为金融学的贡献包括：(1) 记录了投资者的真实投资行为；(2) 记录了与传统的投资模式及理性投资者行为不相符的价格模型；(3) 为这些投资行为及价格模型提供新的理论支持。

可能最重要的是投资者的推理失误会影响他们的投资，并最终影响他们的财富。如果投资者的决策受到心理偏差的控制，即使掌握了当代投资的工具，在投资中也可能失败。通过阅读本书你可以：

- 认识到许多可能影响投资决策的心理偏差。
- 了解这些心理偏差如何影响投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 认清这些错误决策怎样使你的财富减少。
- 学习如何发现并避免你在投资中的失误。

本章节以下的部分将向读者阐释在实际投资中的一些心理问题。如果你参与到以下的例证中来，就会发现作者的观点更加令人信服。

预　测

人的大脑并不能像计算机那样运转，事实上，大脑往往通过捷径和情绪过滤器来处理信息，以缩短分析的时间。通过以上信息处理方式所做出的决策，通常与没有过滤器的决策不同。这些过滤器和捷径就是作者所指的心理偏差（psychological biases）。了解这些心理偏差是避免陷入其中的第一步。其中一个普遍存在的问题就是投资者通常夸大了他们所获得信息的准确性和重要性。下面，作者将对这一问题进行阐述。

我们要认清的一个事实就是投资并非易事。在信息不够充足或不够正确的情况下，你也必须做出决策。另外，你还必须有效地理解信息并做出相关的分析。不幸的是，投资者往往在预测中会犯一些可预见的错误。

先看看表1—1中的10个问题。虽然你可能不知道这些问题的答案，但是你可以根据自己最正确的估计得到最接近的答案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



具体地说，就是分别给出你猜想的最高值和最低值，从而确保最终答案就在这两个数值之间。当然，不要为了确保正确答案一定在你给定的范围内而给出很大的一个范围，但也不要给太小的范围，因为如果范围过窄，正确答案很可能超出你的估计范围。如果你一直按照这些要求选择范围，那么这 10 个问题中你就可能给出 9 个正确答案。现在，一起来预测吧。

表 1—1　　给出能确保答案就在其间的范围（最大值和最小值）

	最小值	最大值
1. 请问一只成年蓝鲸一般有多重?	______	______
2. 请问《蒙娜丽莎》这幅画是达·芬奇在哪一年创作的?	______	______
3. 请问到 2006 年底全世界共有多少个国家?	______	______
4. 请问法国巴黎到澳大利亚悉尼的空中距离是多少英里?	______	______
5. 请问人的身体共有多少块骨头?	______	______
6. 请问第一次世界大战共死了多少名战士?	______	______
7. 请问到 2006 年底美国国会图书馆共有多少藏书?	______	______
8. 请问亚马逊河有多少英里长?	______	______
9. 请问地球绕赤道的速度是多少（英里/每小时）?	______	______
10. 请问奔腾第三代电脑处理器中有多少晶体管?	______	______

如果你不知道某个问题的答案，那么你就选一个较大的范围，以使你对答案在此范围内有 90% 的把握。相反，如果你对某个问题的答案比较确定，那么你就给出一个较小的范围，这样也能使你对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



答案在此范围内有90%的把握。现在，我们来检查一下你的预测。答案如下：（1）250 000磅；（2）1513年；（3）192个国家；（4）10 543英里①；（5）206块骨头；（6）830万；（7）1 900万；（8）4 000英里；（9）每小时1 044英里；（10）950万。如果答案在你估计的最大值和最小值范围内就算正确。那么你答对了几个呢？

大多数人可能会答错五道题，甚至更多，但是，如果你对自己划定的范围有90%的把握，你应该只会错一个。事实是，你对自己的答案太过自信，即使在自己对所谈论的话题没有任何信息或了解的时候也是如此。甚至是学过概率的人也跟其他人没有很大的差别。大多数金融学教授也至少答错了五道题。

这个例子说明大多数人难以正确估计自己所掌握的知识和信息的准确度。既然知道了自己的不足，那么现在你还有一个机会来挽回。因为这本书将投资与心理联系起来，所以请考虑以下这个问题：

> 1986年道琼斯工业指数为40，而2006年底该指数达到12 463。道琼斯工业指数是用价格来衡量的平均数，该指数不包含股息。如果将每年的股息再投入，那么2006年底的道琼斯工业指数平均会是多少呢？

---

① 1英里=1 609.344米。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



再看一下表 1—1，你会发现该表也适用于道琼斯工业指数，你可以估计一下最大值和最小值。当然，你还是要有 90% 的把握，保证正确的答案在你所填范围之内。

因为你有 90% 的把握保证正确的答案在你所填的范围之内，所以你所填的数值就应该基本是正确的。想好答案了吗？如果将每年的股息再投入道琼斯指数，那么 2006 年底的道琼斯指数将达到 1 037 090。你对这个数字感到惊讶吗？大多数人都会觉得吃惊。甚至在知道大多数人所填的范围太窄或自己已经犯过同样错误的情况下，人们还是继续按自己原来的方式去做。

这个例子还说明投资者心理的另一个方面，也叫做锚定（anchoring）。当你看这个问题的时候，你会把注意力集中在 12 463 这个价格水平上，也就是说，你将自己的标准定在 12 463 这个数字上。然后，你可能在这个数字的基础上，试图增加一个自认为合适的数字以达到正确的数值。投资者一般就是这样锚定一个购买股票的价格以及最近的最高收盘价格。

长期资本管理公司

事实证明，即使是诺贝尔经济学奖获得者也会高估他们自己的知识水平。例如，长期资本管理公司的对冲基金在运转中碰到的困境就是如此。该基金的合伙人包括：华尔街债券“套利之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



父”、前所罗门兄弟公司的著名债券交易员约翰·梅里韦瑟（John Meriwehter）、前美国财政部副部长及联储副主席戴维·莫里斯（David Mullins），以及1997年诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·默顿（Robert Merton）和迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）。该公司还聘用了24位拥有博士学历的工作人员。

该对冲基金于1994年启动，此后回报率一直保持良好。到1998年初，长期资本管理公司的股本达到40亿美元，它还借了1 000亿美元用于高收益率投资的融资。它们的主要策略就是在债券市场中寻找套利的机会。

1998年8月，俄罗斯宣布货币贬值，且无力偿还一些债务。俄罗斯的行为导致了未来四周的一系列事件，此后，许多新兴国家纷纷宣布货币贬值。接着，整个证券市场和股票市场都开始下滑。由于投资者纷纷转向最安全的投资方式，导致美国的国债证券市场大幅下滑。

结果，在一个月内，长期资本管理公司的股本从40亿美元下跌到6亿美元。美联储担心对该公司征收保证金的要求会迫使其套现价值1 000亿美元的资产。在这个动荡时期，如果抛售这些资产，可能会导致一场危及整个金融体系的危机。9月底，主要投资银行及商业银行联盟为该基金注入35亿美元，用以交换该公司90%的资产。

一个拥有如此强大智囊团的对冲基金怎么会在几个月内失去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



90% 的资产呢？显然，原因之一就是在设计投资模式的时候，投资者没有想到那么多环节会同时出问题。他们似乎为可能的结果设定了太小的范围。

行为金融学

即使是最聪明的人也难免要受到心理偏差的影响，但是传统的金融学却认为心理因素与此并不相关。传统的金融学认为人的投资行为是理性的，因此它告诉投资者为了使财富最大化应该采取什么措施。这些观点使我们得出套利理论、投资组合理论、资产定价理论和期权定价理论。

相比之下，行为金融学研究人们在金融情境下是如何进行投资的。具体地说，行为金融学研究的是心理怎样影响投资者的金融决策及公司和金融市场的运转。本书侧重于这些问题的一个方面，即心理偏差是如何影响投资者行为的。**真正了解这些心理偏差的投资者也会比较透彻地了解传统金融学所提供的投资工具。**

认知错误的原因

投资者的许多行为都是基于期望理论。该理论描述了投资者在不确定的情况下是怎样做出决定并对其决定进行评估的。首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



先，投资者根据与一个具体的参照值相关联的、可能出现的收益和损失来决定自己的选择。虽然投资者锚定的参照值各不相同，但是他们似乎都认为购买价格是非常重要的。其次，投资者再根据图1—1的S型函数来评估自己的收益和亏损。

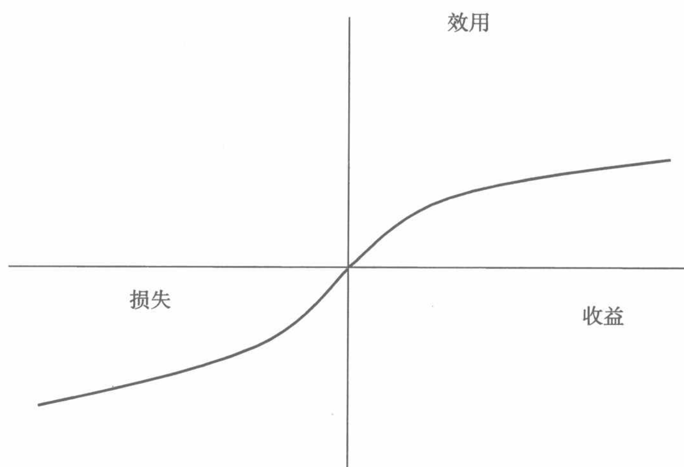


图1—1　期望理论价值函数

请注意图1—1中的几个价值函数。第一，收益的函数是凹入的。当投资者获得500美元的收益时（例如在获得高收益的情况下），他们的感觉很好。当然，如果能得到1 000美元的收益，他们的感觉会更好。但是，投资者获得1 000美元收益时的感觉并不比获得500美元时的感受好两倍。

第二，损失的函数是突出的。这意味着，当投资者出现亏损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时，他们会感觉不好，但是，即使亏损两倍也不会使他们觉得糟糕两倍。

第三，损失函数要比收益函数上升得更快。这种收益函数与损失函数的不对称导致了投资者在处理盈利资本和亏损资本时的不同做法（见第 3 章）。

期望理论的另一方面讲的是，投资者会将每个投资账户分开以追踪收益与损失，并定期审查自己持有的资本数量。处理这些分离的账户的方法也叫做“心理会计”（mental accounting，见第 5 章）。将每个账户单独看待而不采用投资组合的方法限制了投资者使风险最小化、收益最大化的能力。

处理投资心理的另一种方法就是根据产生的原因，对行为偏差进行分类。首先，一些认知错误是由于“自欺欺人”的心理产生的，因为人们通常觉得自己比实际表现要强一些。这种自欺欺人的心理在愚弄他人的同时，也保留了自然选择的过程。其次，偏差的另一个原因是“启发式简化”（heuristic simplification）。简单地说，启发式简化的存在是因为受到认知方法的限制（如记忆力、注意力和处理能力），这些方法迫使大脑简化复杂的分析过程。一般认为，期望理论是启发式简化的结果。再次，偏差产生的第三个原因是人的情绪，这可能是最主要的原因。

人群互动和羊群效应，也是影响金融决策的重要因素。人群互动是指人们分享信息，并交流对信息的感觉。其他人的观点和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



情绪的暗示也会影响一个人的投资决策。

偏差及对财富的影响

本书向读者阐释了心理偏差、认知错误及情绪是怎样影响投资决策的。此外，还展示了基于这些偏差所做出的决策对财富的影响。换句话说，投资者犯的可预见错误会耗费财务成本。**这本书的主要目的是帮助读者了解并控制自身的偏差以及与其互动的投资者。**另外，对于其他投资者由于偏差所做出的决策，有一些读者可能会在这些决策中找到获益的机会。

举个例子，投资者过于重视在预测未来结果的过程中观察到的一些情况。如果将硬币抛出，看看这样三种结果：正面，正面，正面。我们知道，从长期来看抛出正面和反面的几率应该是一样的。观察一下，出现三次正面这样不平衡的结果肯定会让人觉得下一次出现反面的几率更大。因为我们知道潜在的分布规则（50%的几率是正面，50%的几率是反面），所以我们相信正、反面会互补地出现。这也就是我们所知道的“赌徒的谬误”（gamble's fallacy），也是另一个更大的误解——小数法则——的一部分。

让我们来看看行为效应如何影响买彩票的人的行为。大家都应该知道，从长远来看每个号码的中奖几率是相同的，所以每个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



号码选的次数也应该是一样的，所以在买彩票的时候最近才中过的号码一般是不会选的，因为人们觉得这些号码不太可能再中奖，所以有这种心理偏差的人一般会选择最近没有中过的号码。你可能会问，这种效应是如何影响财富的呢？这是因为他们选择的号码也同样可能有其他的人选择。假设买彩票的人（除了我以外）都避开最近才中过的号码，那么我就选这些被避开的号码。请记住，累积奖金是在所有中奖人之间平分的，因此，如果我选的号码中了，那么我就可能是惟一的中奖者，这样就可以拥有所有的奖金。如果是那些人中奖了，你可能就要与其他许多人一起平分奖金，这样，你所得到的也就是一部分奖金了。我们中奖的几率是相同的，但是随从大众行为的人可能会陷入赌徒的谬误而得到较少的预期盈利。请注意，因为认识到这种心理偏差，我就可以改变自己的选择从而避免受这种心理影响。这样，我就可能比那些受此偏差影响的人赚更多的钱。

信奉小数法则的人在股市中的表现则有所不同。因为在抛硬币和买彩票的行为中，我们了解结果的潜在分布规则，但是我们不知道不同的股票或共同基金的收益的潜在分布规则。现在，我们来看看对未来预测的几种典型结果的观察。人们始终相信意外的成功。当人们相信自己了解结果的潜在分布规则的时候，他们认为异常结果是呈对称分布的；相反，当人们不了解潜在分布规则的时候，就认为异常结果是连续出现的，因此，我们会看到投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资者往往会追随去年收益率较高的共同基金。

本书的主要内容

本书接下来的六章将讨论影响人们日常生活的心理偏差。所有这些章在组织结构上都是相似的。首先，作者采用常见的日常行为作为例子阐明并解释一种心理特性；其次，用研究的结果展示该偏差如何影响人的实际行为；最后，考查了投资者受到这种心理偏差影响的程度。

第 2、3、4 章，讲述了情绪如何影响投资者做出投资决策。正如之前的例子所证明的那样，人们往往对于可能的结果设定了过窄的范围。这是自欺欺人这一心理问题的表现，也叫做“过于自信”。过于自信的投资者往往买卖的次数过多、所冒的风险太大，而其收益率则较低。在第 2 章中，具体讨论了这个问题。第 3 章谈的是，由于投资者对自身的关注，导致他们避免懊悔情绪、寻求自豪情绪的行为，也就造成了投资者过早出售盈利股票及过长持有亏损股票的现象。最后，第 4 章讲的是投资者对风险的理解以及他们在不同的时间和分析中做出的改变。这种不断变化的冒险行为对于投资决策的过程会产生巨大的影响。的确，你对过去的失败所产生的懊悔情绪会随着时间的推移而发生改变。

第 5 章至第 7 章，讨论的是启发式简化如何影响投资者的行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为。例如，各种信息每天蜂拥而至，大脑采用一种叫做心理会计的方法储存并跟踪重要的决策和结果。第 5 章向读者证明这种心理会计的结果就是使投资者做出糟糕的决策。第 6 章论述的内容是一种非常重要的暗示，即投资者如何看待投资组合的分散化策略。大脑还运用捷径对信息做出迅速处理。这些捷径产生了对于信息的一种错误观点，也就导致了代表性思维偏差和熟悉性思维偏差，这些问题将在第 7 章中讨论。

最后三章略有不同。第 8 章探讨的是投资行为是怎样成为社会文化的一部分的。信息学家、集体心理学家以及投资行为的相互影响，可以解释市场狂热和价格泡沫现象。这些因素通过互联网互相作用使心理偏差的影响进一步扩大。这个问题非常重要，因为投资者往往会受到周围人的决策的影响。第 9 章的重点是在做出决策的过程中情绪及心情的作用。通常情况下，乐观或悲观的投资者会对交易决策做出不同的反应。最后，第 10 章讲的是面对心理偏差投资者要想控制自己行为的困难。避免这些普遍问题的方法包括：计划、动机和经验法则等。本章中还提出解决这些问题的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 过于自信

很多人在投资的时候，经常犯“过度自信”的问题，觉得自己是料事如神的投资者，就算从未做过分析，也仿佛有超能力的本事，可以预测到股价的走势。他们在做投资的时候，常会高估自己投资的知识和能力，只要偶然幸运地成功一次，就会把自己当成投资家，夸大自己的预测能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人可能会过于自信。心理学家认为过于自信会导致一个人高估自己的知识、低估风险并夸大自己控制局面的能力。过于自信的心理是否在投资者的决策中同样存在呢？选择购买什么证券不是一件简单的事情，也正是在购买证券的过程中人们表现出最大限度的过于自信。你知道自己是否过于自信吗？请回答以下的问题：

> 你是个好司机吗？跟自己在街上碰到的司机相比，你的开车水平是高于平均水平、相当于平均水平还是低于平均水平呢？

你刚才是怎样回答上面这个问题呢？如果不考虑过于自信这个心理因素，应该有1/3的人回答高于平均水平，1/3的人回答相当于平均水平，而1/3的人回答低于平均水平，但是人们通常都过于自信。在一个出版的调查中对大学生抽样表明，80%的大学生认为自己的开车水平高于平均水平。显然，许多人的想法并不正确。

抽样的学生中有许多人的估计都是错误的，这是因为他们对自己开车的技术过于自信。对开车的技术过于自信可能还不至于对你的生活产生重大影响，但问题在于人们对于自己做诸多事情的能力都存在过于自信的现象。过于自信的心理会影响到你将来的投资生涯。

现在看看一个与金融有关的例子。开公司是一种冒险的行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为，事实上，大多数新公司都可能会倒闭，但是问及2 994名新公司的老板成功的机会时，大多数人认为他们成功的机会有70%，只有39%的人认为与他们类似的公司成功的机会也跟他们是一样的。为什么这些新公司的老板认为自己成功的机会是其他人的两倍呢？这是由于过于自信的心理在作怪。

当人们认为自己能够控制结果的时候就更可能过于自信，尽管这可能并非事实。例如，根据记载，当人们在赌抛到空中的硬币下落，会出现几次正面、几次背面时，大多数人在硬币抛出之前，下的赌注都会比较大。也就是说，如果硬币已经抛完而结果没有公布，人们的下注往往会小一些；相反，如果在硬币抛出之前猜，人们下注往往会更大一些。人们这样做的原因是，他们似乎认为自己的参与在某种程度上会影响抛硬币的结果。在这种情况下，对于结果的控制只是一种假想而已。同样，这种想法也存在于投资行为中。即使在没有任何证据的情况下，人们一般也会认为自己所持有的股票肯定比自己没买的股票好。然而，拥有股票只是给人一种能够控制结果的错觉而已。

盖洛普（Gallup）及潘恩韦伯（Paine Webber）对2001年个人投资者的调查显示了他们在投资行为中普遍存在过于自信的心理。值得注意的是，被调查中的许多人最近都受到了科技股泡沫崩溃的负面影响。当问及接下来的12个月里股票市场的回报率将是多少时，他们回答的平均数为10.3%；而问及证券投资组合所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期望的回报率是多少时，回答的平均数是11.7%。一般情况下，投资者所期望的收益率都比平均水平要高。

过于自信如何影响投资决策

投资是一个相当复杂、困难的过程，它包含收集信息、分析信息以及根据信息做出决策几个步骤，然而，过于自信的心理会导致我们误解了信息的准确性并且高估了我们分析信息的能力。这种情况通常发生在我们刚经历了某种成功之后。“自我归因”（self-attribution）的心理偏差让人们认为成功的原因是自己的能力强，而失败的原因是自己的运气差。在市场上获得一定成功之后，投资者就可能表现出过于自信的行为。

我们来看看金融分析师的行为。分析师会对外公布他们对于所追踪公司的未来收入状况的预测。吉勒斯·希拉里（Gilles Hilary）和莱尔·蒙兹里（Lior Menzly）分析了在做出一系列不错的收入估计之后分析师们继续做出的预测。如果分析师将之前的正确估计主要归功于自己掌握的信息和拥有的能力，那么他们下一次分析的准确性就可能会低于平均水平，而且与其他分析师的估计也会有出入。在调查了40 000起季度收入状况的预测之后，他们发现成功的经验会导致过于自信的心理。前几个季度预测较准的分析师倾向于做出与其他分析师不同的预测，最终他们预测失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



误的情况也会更多。

过于自信的心理导致投资者做出包括过度交易、冒险交易在内的错误交易决策及最终的投资组合的亏损。过于自信的心理会增加投资者交易的数量，因为他们对自己的观点过于自信。投资者的观点一方面基于他们所掌握信息的准确性，另一方面基于他们自己分析信息的能力。过于自信的投资者更相信自己对股票的评估而较少考虑其他人的观点。

过于自信的交易

心理学家发现在一些被认为是男性居主导地位的领域中，例如金融管理，男性过于自信的心理比女性更严重一些。一般来说，对于自己投资决策的能力，男性比女性更加过于自信。男性投资者的交易率要比女性投资者高。

如在一项对一家大的折扣交易经纪公司的研究中，两位财务学家布拉德·巴伯（Brad Barber）和特伦斯·奥丁（Terrance Odean）调查了从 1991—1997 年的 38 000 个散户的交易情况。他们分别对单身男性、单身女性、已婚男性和已婚女性四类账户拥有者的交易状况进行了调查。衡量交易水平的基本单位叫做“周转率”。周转率指的是投资组合中股票的百分比在一年时间内所发生的变化。例如，50% 的周转率指的是在那一年里投资者售出投资组合中一半的股票，并买入相同数量的股票。同样，200% 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



周转率指的是在一年内投资者卖出投资组合中的所有的股票以买入其他股票，接着再卖出那些股票并买入三倍的新股。

研究显示单身男性的交易量是最大的。正如图 2—1 所示，单身男性交易的比率相当于 85% 的周转率，而已婚男性的比率为 73%。单身女性和已婚女性的投资组合年周转率分别为 53% 和 51%。请注意，这个现象与过于自信的心理是一致的，也就是说，与女性投资者相比男性投资者更加过于自信，因此他们的周转率更高。

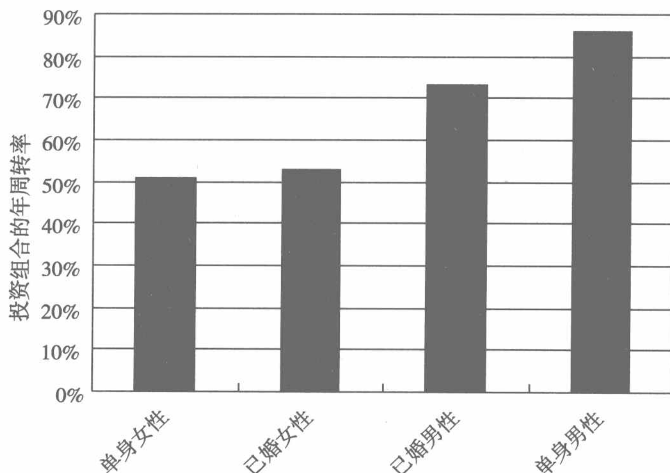


图 2—1　不同性别及婚姻状况的投资组合年周转率

还有一种说法是，男性并非更加过于自信，而是他们所掌握的信息更全。如果你真的是掌握了更全面的信息，那么根据此信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



息做出的交易就应该会带来更高的收益。

一般情况下，过于自信的投资者的交易量更大，但是更高的周转率就意味着交易的结果更糟糕吗？巴伯和奥丁也对这一问题进行了研究。他们抽样调查了在 1991—1996 年的 78 000 户散户，并研究了周转率与投资组合收益率之间的关系。假设一名投资者掌握了足够的信息且完全具备分析信息的能力。如果投资者掌握的信息正确且分析能力足够强，那么投资者高频率的交易应该带来高收益率。事实上这些收益应该是足够高的，既可以取代买入－持有的策略又可以包含交易的佣金。此外，如果投资者并不具备更强的分析能力，而只是受到过于自信心理的影响，那么高周转率所带来的收益就不至于高到既取代买入－持有的策略又包含交易的佣金。

巴伯和奥丁根据抽样中投资者的交易水平将其分为五个小组。周转率最低的 20% 的投资者被归为第一小组。这一小组的投资者投资组合的年平均周转率为 2.4%。周转率第二低的 20% 的投资者被归为第二小组。依次类推，周转率最高的 20% 的投资者被归为最后一组，也就是第五小组——其年平均周转率高达 250% 以上。

图 2—2 记录了这五个小组中每个小组的年平均收益率。请注意，五个小组的年度总收入一样都是 18.7%，周转率高的投资者收益率并没有更高，虽然他们付出了额外的努力，而且出售和买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



入股票都要支付佣金，这样，经常交易的投资者就会受到更大的影响，如图所示。周转率高的投资者所在小组的净收益（除去佣金后的收益）大大低于其他小组。周转率最低的小组的年平均净收益率为 18.5%，相比之下，周转率最高的小组的年平均收益率为 11.4%。

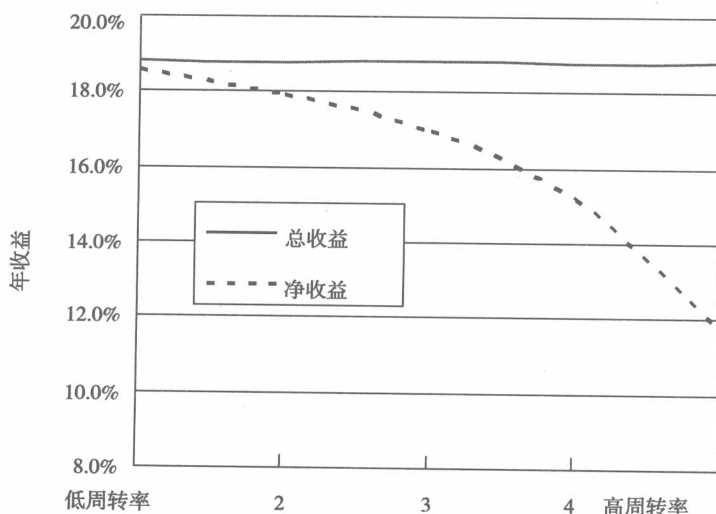


图 2—2　按投资组合周转率划分的投资者年收益率

周转率最高和最低的这两个小组之间的净收益率相差了 7 个百分点，这个差距十分惊人。例如，周转率最低的这一小组的投资者，他们在 5 年里投资 10 000 美元，收益率为 18.5%，那么他们就可以获得 23 366 美元的收入；周转率最高的这一小组的投资者投入同样的资金，但由于他们的收益率为 11.4%，所以他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



收益仅为17 156美元。这样，他们之间的差距就是5 000美元。就积累财富的角度来说，受到过于自信心理影响的交易是相当危险的。

因频繁交易而出现的问题不仅仅包括大笔佣金的支出。根据观察显示，过于自信的心理不仅会导致交易过于频繁，还会导致投资者买入错误的股票。巴伯和奥丁将自己的分析限制在一定范围内，即针对某个折扣交易经纪公司的账户。他们调查了三周以内完全抛售一只股票并买入另一只股票的投资者的情况。接着，追踪了接下来的四个月和一年里这些抛售出去及买入新股的状况。

他们想了解出售股票A、买入股票B的行为是否总是正确的决策。显然不是这样的。在接下来的四个月里，已经被售出的股票的收益率为2.6%，而新买入的股票的收益率仅为0.11%。接下来的一年里，售出的股票比新买入股票的收益率高出5.8%。因此，过于自信的心理一方面会使投资者频繁交易，把钱浪费在支付佣金上；另一方面使投资者卖出表现好的股票，却买入表现不好的股票。

过于自信的心理与市场

如果许多投资者同时受到过于自信心理的影响，那么在股市里就会有明显的征兆。对折扣经纪公司账户的调查发现，过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于自信的投资者存在频繁交易的情况。那么这种行为是否也表现在总体市场中呢？有些研究人员认为会有影响。具体地说，由于整体股票市场上涨，投资者会将其归功于自己的能力，因此变得过于自信。这种心理会导致大批投资者增加交易，也就会对证券交易所的整体交易产生一定影响。

对股市的月收益率，以及40年来的交易量的调查发现收益率较高的几个月里就会出现高交易量。例如，某个月的收益率相对较高，达到7.0%，那么接下来的6个月里，交易量都会高于平常。这样，在正常情况下7个月的交易量只相当于此情况下6个月的交易量。相反，在整体股市下滑之后股票的交易量就会下降。**投资者似乎会将一个表现好的月份归功于自己的能力，于是就开始提高交易量。股票表现不好使投资者过于自信的心理下降，因此随后的交易行为就会下降。华尔街警告投资者不要混淆了大脑和牛市的老话可能就是这个意思。**

过于自信的心理与风险

过于自信的心理也会影响投资者的冒险行为。理性投资者试图使收益率最大化，使风险最小化，然而，过于自信的投资者通常会误判风险程度。毕竟，如果投资者很自信地认为他们选择的股票会获得较高的收益，那么他们承担的风险有多大呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过于自信的投资者的投资组合要承受更大的风险，这有以下两个原因。第一，这些投资者倾向于买入高风险的股票。一般情况下，高风险的股票来自一些小公司和新的公司。第二，他们的投资组合通常会比较单一。我们可以用以下几种方法来衡量一般的风险，即投资组合波动性、Beta系数以及投资组合中所涉及公司的规模。投资组合波动性衡量的是投资组合的上涨及下跌情况。高波动性投资组合的价格波动性较大，也暗示了投资组合比较单一。Beta系数是一种变量系数，它主要用于投资行业中衡量一种证券的风险系数，它测量了投资组合随市场改变的程度。Beta系数为1指的是投资组合紧跟市场。更高的Beta系数预示该证券的风险更大，其波动性也比通常的股票市场更大。

巴伯和奥丁的一系列研究表明过于自信的投资者承担的风险也更大。他们发现单身男性承担最大的风险，然后依次是已婚男性、单身女性和已婚女性。也就是说，单身男性的投资组合的波动性最大、Beta系数最高，而且更倾向于购买小公司的股票。根据周转率划分的五个小组中，与低周转率的小组相比，高周转率的小组更愿意购买小公司的股票，而且他们的投资组合的Beta系数也更高。总体上说，过于自信的投资者往往认为他们的行为并不是很冒险，而事实上并非如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关于知识的假想

过于自信的心理是从何而来呢？它部分是来自投资者关于知识的假想。这指的是人们有这样一种倾向，他们认为随着信息的增加，自己对未来的预测也会更加准确，也就是说，信息的积累会增加一个人对某件事的了解并提高其决策的水平。

然而，事实并非总是如此。例如，如果我掷出一个6面的骰子，那么你觉得会出现什么数字呢？你对自己的答案又有几成把握呢？显然，你必须在1~6这6个数字中选择，且你答对的几率是1/6。不管你掌握了多少知识，都不会增加你做出正确预测的几率。然而，许多人认为掷出4的可能性比其他数字都要大一些，即4的几率高于1/6，其他人则认为再次掷出4的可能性比其他数字都要小。这些人认为他们猜对的几率比实际的几率大。也就是说，新的信息让人们对自己的猜测更加自信，即使事实上人们猜对的几率并没有发生改变。

许多个人投资者意识到他们自己分析投资信息的能力有限所以求助于互联网。通过互联网，投资者可以获得分析师的推荐、定制专家服务、加入炒股群、从聊天室获知别人的观点及帖子等。然而，网上投资者必须慎重判断聊天室里所说的话，因为他们的话可能并不是完全正确，并非所有的推荐都真的出自专家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



之口。

事实上，有些推荐确实是专家所说。最近的一项研究调查了张贴在两个互联网炒股群的论坛上有关专家推荐股票的信息。大多数被推荐的股票，要么是最近表现特别好的，要么是最近表现特别不好的。上个月表现特别好的股票通常是推荐买入的股票（动量交易策略），但是在接下来的这个月里，这些股票的下跌幅度通常会超过 19%。在推荐买入的股票中，有些是上个月表现特别差的股票（价值策略），在接下来的这个月里，这些股票的上涨幅度通常会超过 25%。总体来说，推荐买入的股票与股市的整体走势并不存在很大差异。

另一项研究发现，在愤怒公牛的论坛（RagingBull. com）上，关于股票的正面消息与下一天或者下个月的股票收益是否上涨并无直接联系，然而，如果论坛上的帖子突然增加，可能与交易量的增加有关。这些研究得出一个结论，论坛消息版上所推荐的股票对投资者并没有很大的帮助。然而，如果投资者将这些消息视为知识的增加，那么他们就有可能在决策时受到过于自信心理的影响。更高的交易量就可以证明以上的说法。

关于控制的假想

另一重要的心理因素就是关于控制的一种假想。人们常常认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为自己对一些不可控制的事件可以施加一定的影响。产生这种错误看法的主要因素包括：选择、结果序列、任务熟悉程度、信息以及积极参与。网上投资者会一一经历这些因素。

选择

积极的选择可能会促使控制心理的产生。例如，与随机抽取号码的人相比，自己选择彩票号码的人往往会自认为中奖的几率要大一些。网上的股票经纪人并没有给投资者具体的建议，因此投资者要自己决定售出和买入什么股票以及何时买入和售出。

结果序列

结果发生的顺序会影响到对于控制的看法。与早期消极的结果相比，早期积极的结果会给人更大的假想。在 20 世纪 90 年代末，投资者就开始上网并通过网络控制他们的投资。因为在那个时期存在长时间的牛市，所以这些投资者很可能经历了早期的积极结果。

任务熟悉程度

人们对任务的熟悉程度越高就越觉得自己能够控制这个任务。这一章后面讨论了随着投资者对于网上投资环境的熟悉，他们慢慢成为借助网上信息服务的积极的交易者和参与者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



信息

投资者得到的信息数量越多，对结果控制的假想就越大。互联网上的大量信息已经有人做出不少解释。

积极参与

一个人参与任务的程度与有能力控制的感觉是成正比的，也就是说，参与程度越高，有能力控制的感觉越大。在投资的过程中，网上投资者参与程度比较高。利用折扣经纪公司（例如网上经纪人）的投资者必须自己做出投资决策。这些投资者自己收集信息、评估信息、做出交易决策并处理交易。

互联网通过提供交流媒介，如投资聊天室、消息论坛和炒股交流群等促使投资者进一步积极参与。互联网投资服务商如雅虎、Motley Fool、Silicon Investor、Raging Bull 都有专门的信息论坛。投资者在这些网页上可以与其他投资者进行交流。通常情况下，交易所列出的每一只股票都可以链接到这些消息论坛上。使用者可以使用别名将公司的相关消息贴到论坛上或者只是浏览论坛上的消息帖子。

过去的成功

过于自信的心理来自于过去的成功经验。如果我们发现某个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



决策是正确的，我们通常将其归功于自己的能力和技术。如果我们发现某个决策是错误的，我们通常将其归因于自己的运气不佳。人们经历的成功越多，就越可能将其归功于自己的能力，即使所谓的成功包含很大的运气成分在内。**在牛市时，个人投资者往往将成功主要归功于自己的能力，这样就使他们容易产生过于自信的心理**。结果，过于自信的行为（例如高交易量和冒险行为）在牛市发生的几率往往要比熊市发生的几率高。

20 世纪 90 年代末期，由于长时间的牛市导致后来出现了更大的熊市。随着牛市的大幅上涨，个人投资者的交易量也比往常多一些。另外还出现了一些现象，如投资者的投资组合中，股票所占的比率也随之上升，投资到风险更大的公司，甚至借钱进行投资。随着牛市中过于自信心理的消退及熊市的到来，投资者逐渐表现出相反的行为。

网上交易

布拉德·巴伯和特伦斯·奥丁调查了 1 607 名投资者的交易行为。他们都从以电话为主要媒介的交易体系转向现在的折扣经纪公司中以网络为主要交易媒介的交易体系。在投资者上网交易前的两年，投资组合的周转率为 70%。上网后，这些投资者交易的周转率一下上升到 120%。这些上升只是短暂的现象。在上网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



之后的两年这些投资者的周转率又下降到 90%。

另一个不同的研究调查了美国 401（k）养老金计划中以网络为主要媒介的交易的影响。共有来自两个公司的 100 000 名计划参与者，他们可以利用网络服务对其 401（k）计划中的资产进行交易。研究这项交易的优势在于此交易发生在一个完善的养老金计划里，因此不包含流通性的需求和缴纳税收的情况。所有的投资都被认为是投机行为。这些研究的结果与过于自信的交易相一致。具体地说，他们发现交易频率翻倍时投资组合周转率就会提高 50%。

网上交易及其表现

巴伯和奥丁还调查了投资者在上网前和上网后的表现。在转向以网络为主要交易媒介的交易体系前，他们的投资相当成功。如图 2—3 所示，在上网交易前，他们的年收益率将近 18%，比整个股票市场的收益率高出 2.35 个百分点。然而，上网交易之后，这些投资者的收益有所下降，他们的平均年收益率仅为 12%，比整个股票市场的收益率低 3.5 个百分点。

由于受到能够控制市场（通过结果序列）这种心理的影响，上网前表现较好的投资者们会产生过于自信的心理。这种过于自信的心理导致他们选择网上交易服务。不幸的是，网上交易的环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



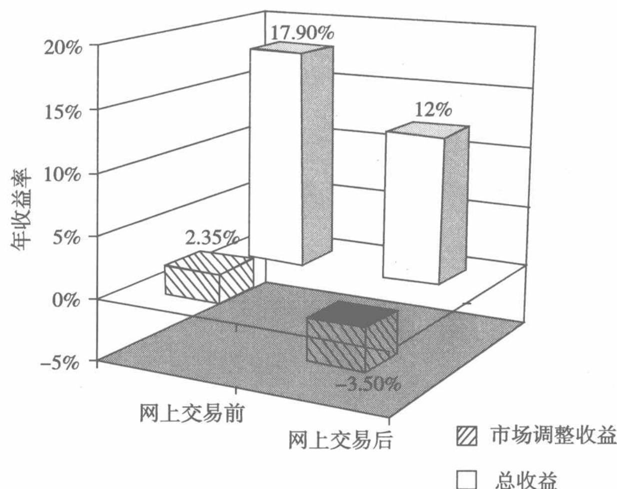


图 2—3　网上交易前后投资者的市场调整年收益率和总收益率

境进一步加剧了包括大量交易现象在内的过于自信的问题。最终，投资者的收益也减少了。

总的来说，这一章讲的是个人投资者对于自己的能力、知识和对将来的预测都存在过于自信的心理。过于自信会导致大量交易，由此会进一步降低投资组合的收益。由于支付佣金所产生的收益降低，一方面与交易频率增加相关，另一方面与投资者倾向于新买入走势不如已售出的股票的新股票这一事实有关。过于自信的心理还会带来更大的风险，一方面因为投资组合单一，另一方面因为投资者投入高 Beta 系数的小公司。最后，受到利用网上交易账户的趋势所影响，投资者比以往更加过于自信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 自豪心理与懊悔心理

假设你想买入一支新的股票，但手头上的现金不足，因此必须出售你所持有的部分股票以筹钱买进新的股票。这时，你可以出售你所持有的两支股票中的任意一支。自买入以来，股票A已经盈利20%，但股票B却已亏损了20%。你会出售哪一支股票呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从主观上说，一般人都会努力避免那些可能产生懊悔心理的行为，积极寻求能够产生自豪心理的行为。懊悔是一种痛苦的情绪体验，这种情绪的产生是因为认识到自己之前做出的决定是个糟糕的决定；而自豪是一种快乐的情绪体验，这种情绪的产生是因为认识到自己之前做出的决定是个正确的决定。

以买国家彩票为例，假设你在连续的几个月里，每周都坚持买同样的一组号码，但至今还仍未中奖，这是很正常的。这时，你的一位朋友建议你选另一组号码，那么你会改选新的号码吗？

显然，旧号码与新号码的中奖几率相同。在这个例子里，存在两种导致懊悔心理的可能性。一种情况是，你坚持买旧号码但新号码中奖了，这可以称为“不作为的懊悔”。另一种情况是，你买了新号码但旧号码却中奖了，这种被称为“作为的懊悔”。那么哪一种懊悔让人觉得更痛苦呢？可能是转而买新号码的行为使人更痛苦，因为你对旧号码有大量的感情投资，毕竟它是你已经坚持买了几个月的号码。因此，一般来说，作为的懊悔比不作为的懊悔让人更痛苦。投资者通常后悔采取了的行动，却很少后悔没有采取的行动。

趋向性效应

我们知道回避懊悔及寻求自豪的心理倾向会影响人们的行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为，但是这种心理是如何影响投资决策的呢？经济学家赫什·舍夫林（Hersh Shefrin）和迈尔·斯塔特曼（Meir Statman）应用这种心理行为对投资者进行了分析。他们的分析表明，正是这种回避懊悔及寻求自豪的心理导致了投资者往往在过短的时间内出售盈利股票，过长时间地持有亏损股票。他们将这称作趋向性效应（disposition effect）。

假设你想买入一只新股但手头上的现金不足，因此必须出售你所持有的部分股票以筹钱买进新股。这时，你可以出售你所持有的两只股票中的任意一只。自买入以来，股票 A 已经盈利 20%，但股票 B 却已亏损了 20%。你会出售哪一只股票呢？如果你出售股票 A 再买进新股，就表明你认为原先买入股票 A 的决定是明智的。这会让你觉得自豪，因为你确定自己已经获得了收益。如果你亏本出售股票 B，就表明你意识到自己原先买入股票 B 的决定是错误的。趋向性效应预测你会出售盈利的股票 A，因为出售股票 A 的行为可以引发自豪情绪，避免产生懊悔情绪。

趋向性效应与财富

为什么说投资者总是倾向于出售盈利股票的行为存在问题呢？其中一个原因与美国的税收制度相关。美国对资本收益征税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的做法使出售亏损股票成为了一种财富最大化的策略。出售盈利股票意味着可以兑现资本收益，但也意味着要缴纳税款，这些税款就会使你的收益减少。另一种情况是，出售亏损的股票可以减少税收额，从而减少亏损。让我们再重新看一看前面提到的例子，并假定资本收益的税率为15%（见表3—1）。假设你持有的股票A和股票B当前的价值都为1 000美元，购买股票A的原始价格为833美元，而购买股票B的原始价格为1 250美元。

表3—1　　资本收益与税收　　（单位：美元）

出　售	股票A	股票B
出售收益	1 000	1 000
收税标准	833	1 250
应税收益（亏损）	177	(250)
税收（抵免）（以15%计）	26.55	(37.50)
税后收益	973.45	1 037.50

如果你出售股票A，你可以得到1 000美元，但要缴纳26.55美元的税收，因此你的净收益为973.45美元。如果你出售股票B，你可以得到1 000美元，外加37.50美元的税收抵免，那么你的净收益为1 037.50美元。如果税率高于15%（例如买进股票一年内兑现的收益率），出售亏损股票的收益就更大。**但是有趣的是，即使出售亏损股票是一种财富最大化的策略，趋向性效应仍然预测大多数人会出售盈利股票。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



避免懊悔及寻求自豪心理测试

对于投资者来说，大多数人是理智地出售亏损股票，还是因为受到心理因素影响而倾向于出售盈利股票呢？研究结果证明投资者的行为与趋向性效应所预测的行为更接近，也就是倾向于出售盈利股票。这些研究一般可以分为两类：一类是对股票市场的调查，另一类是对投资者交易情况的调查。

例如，史蒂芬·费里斯（Stephan Ferris）、罗伯特·豪根（Robert Haugen）及阿尼尔·马克艾贾（Anil Makhija）一起对价格改变时的股票交易量进行了调查。如果投资者的目的是使财富收益最大化，那么他们就会出售亏损的股票，以获得税收抵免。另外，他们还会继续持有盈利的股票，以避免交纳税款。因此，一般情况下，亏损股票的交易量要大于盈利股票。另一种情况是，受到希望避免懊悔、寻求自豪心理的影响，投资者可能持有亏损股票，而出售盈利股票。在这种情况下，他们一般会出售盈利股票，持有亏损股票。因此，与趋向性效应一致的是，盈利股票的成交量高，而价格下跌的股票交易量低。

费里斯及阿尼尔在分析中使用了一种方法，该方法设定了每一只股票的预计交易量的正常水平。他们在分析结果中，报告了出现非正常交易量时的两种情况：一种是低于正常水平的消极非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



正常交易量，另一种是高于正常水平的积极非正常交易量。调查选取了 1981 年 11 月至 1985 年 1 月之间，纽约股票交易所（NYSE）和美国股票交易市场的 30 只最小额的股票。根据每个点上的百分比收益或损失，将每只股票再进行细分。调查结果见图 3—1。

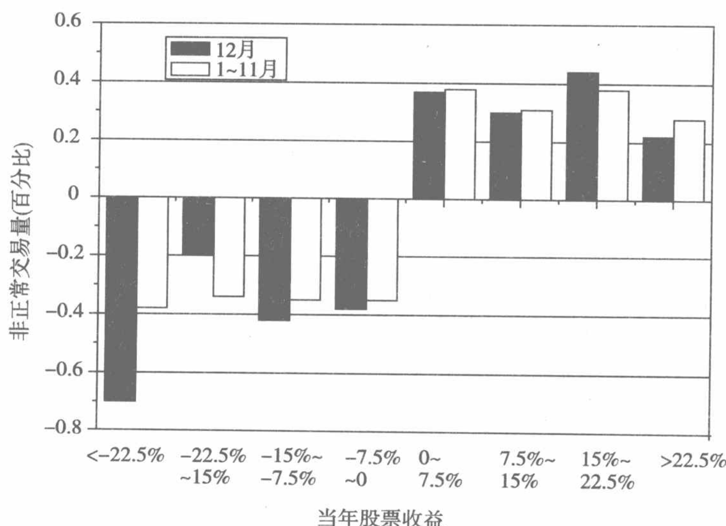


图 3—1　股票上涨和下跌后的交易量

在这个分析中，12 月的交易情况与其他月份的交易情况是分开表示的，因为人们在 12 月里更加重视出售亏损股票，以获得税收抵免所带来的好处。因此，这就表明与其他月份相比较，人们在 12 月份更可能采取财富最大化策略。然而，图 3—1 显示，与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其他月份一样，投资者在 12 月里也受到避免懊悔及寻求自豪心理的影响。

其他一些研究分析了个人投资者的实际交易及投资组合的情况。在先前的研究中，萨勒巴姆（Schlarbaum）调查了 1964—1970 年，国家经纪行进行的 75 000 项回转交易。回转交易指的是将股票买进之后再将其售出。

他们调查了股票的持有时间及其收益。投资者是否在股票亏损或盈利的时候就马上抛售呢？我们来看看趋向性效应影响下的行为。如果你买进一只正在快速上涨的股票，你就倾向于迅速抛售它。如果你买进一只正在下跌或者是套牢的股票，你就倾向于持有它并等待其上涨。因此，短期持有的股票一般是盈利股票，而长期持有的股票很可能会亏损。图 3—2 表明持有时间少于 1 个月、1 ~ 6 个月、6 ~ 12 个月，以及 1 年以上的股票的年平均收益。图 3—2 指出，投资者一般倾向于尽快实现收益。在一个月内买入并售出的股票的年平均收益率为 45%，而持有股票时间为 1 ~ 6 个月、6 ~ 12 个月和 1 年以上的股票的年平均收益率分别为 7.8%、5.1% 和 4.5%。图 3—2 表明投资者一般会尽快出售盈利股票。

再看一个近期的例子。特伦斯·奥丁以 1987—1993 年全美国的折扣经纪公司的 10 000 个账户的交易记录为对象调查了其交易情况。对于每一笔交易，他都会记录投资者的投资组合账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



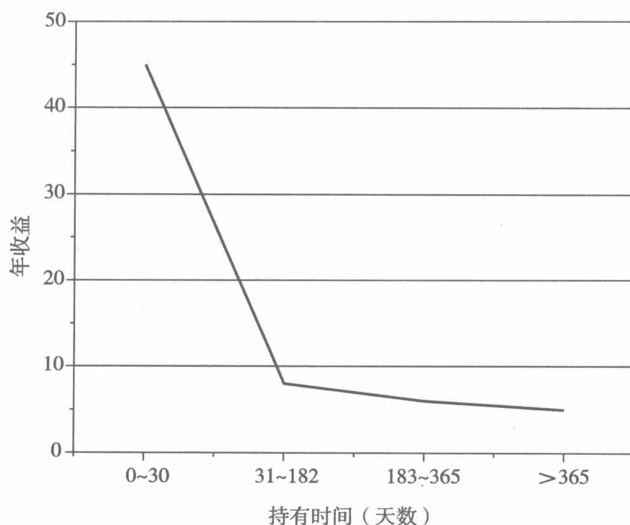


图 3—2　不同持有时间的年收益

面损益数额。如果投资者出售一只盈利股票，那么他就计算获得的盈利，再除以总的账面收益，以计算每个投资者所获得的收益，其结果表示的是投资者通过股票交易所实现的收益比例。如果出售的是亏损的股票，那么他计算的就是总损失的比例。

奥丁发现，投资者出售的盈利股票额占到投资组合总收入的23%，而他们出售的亏损股票额占到投资组合未实现损失的15.5%。一般来说，投资者出售盈利股票的几率比出售亏损股票的几率要高50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



趋向性效应的全球测试

研究者发现趋向性效应的影响很广。芬兰、以色列和中国投资者的行为都受到趋向性效应的影响。格林布拉特（Grinblatt）和马蒂·科罗阿路（Matti Keloharju）调查了 1995—1996 年芬兰的投资交易情况。他们发现前一周的收益大涨会大大增加投资者下一周出售股票的可能。相反，如果股价大跌，投资者持有股票的几率也会大增。他们还发现股票损益发生的时间越近（比较上周与上个月），出售盈利股票、持有亏损股票的倾向性越强。对于以色列的投资者，泽尔·沙皮拉（Zur Shapira）和依特扎克·委内依尔（Itzhak Venezia）发现个人投资者出售盈利股票的平均时间为 20 天，而持有亏损股票的时间为 43 天。投资者出售盈利股票的时间周期为持有亏损股票时间的 1/2。中国投资者实现的收益也要比亏损大，且出售盈利股票比持有亏损股票的周期要少 10 天。

过早出售盈利股票及过长持有亏损股票

趋向性效应不仅预测出售盈利股票的倾向，并且阐述了投资者过早出售盈利股票及过长持有亏损股票的现象。这个现象对于投资者来说意味着什么呢？**过早出售盈利股票的行为暗示股票在**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



售出之后会继续看好，而过长持有股票的行为则暗示这些下跌股票的价格会继续下降。

奥丁发现，如果投资者抛售了盈利股票，下一年的股票市场一般会上涨 2.35%。同年，投资者持有亏损股票的股票市场一般会下跌 1.06%。这样看来，投资者一般倾向于出售那些收益高的股票，而持有收益低的股票。

我们看到避免懊悔、寻求自豪的心理会从两个方面影响投资者的财富。首先，由于投资者倾向于出售盈利股票，而不是亏损股票，他们就必须多缴纳税款。其次，由于投资者过早出售盈利股票，且过久持有表现不佳的股票，但这些股票却有可能继续下跌，因此，投资者获得的投资组合收益率往往较低。

马丁·韦伯（Martin Weber）和科林·卡默勒（Colin Camerer）为学生设计了一种股票交易的实验。在该实验中，他们创造了六种可供交易的股票，然后给学生展示了每只股票的最后三次交易价格。他们设定了股票价格的走向，也就是说，价格上涨的股票可能继续上涨，而价格下跌的股票会继续下跌。学生对每只股票未来可能出现的价格已经有所了解。根据实验规则，亏损的股票应该被售出，而盈利的股票应该被持有（与处置效应正好相反）。与财富最大化策略相反，股票价格低于购买价格时股票的交易量较小，当股票价格高于购买价格时股票的交易量较大。这个现象就印证了趋向性效应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



趋向性效应与消息

一项研究对 1990 年 11 月至 1991 年 1 月纽约股票交易所 144 家公司里个人投资者的所有交易进行了调查。具体地说，他们研究了投资者如何应对与公司相关的消息以及与经济状况相关的消息。有关公司的消息主要影响该公司的股票价格，而与经济相关的消息则会对所有的公司产生影响。有关公司的正面消息会促使股票价格上涨，这就诱使投资者出售股票（出售盈利股票）；有关公司的负面消息则会导致投资者持有股票（持有亏损股票）。这与避免懊悔、寻求自豪的心理正好是一致的。

然而，有关经济状况的消息却不会促使投资者做出交易的决策。虽然正面消息会使股价上涨，而负面消息会使股价下跌，但是这些消息却不会促使投资者做出出售股票的决策。事实上，在听到有关经济的正面消息时，投资者反而更不愿意出售盈利股票。这个现象与趋向性效应正好相反。

这个观点解释了懊悔情绪的一个有趣的特征。当股票亏损时，如果投资者将亏损与自己的决策失误相联系，就会感受到更强烈的懊悔情绪；然而，如果投资者将亏损归因于一些无法控制的因素，那么他们的这种懊悔情绪就会更轻一些。例如，如果你所持有的股票下跌而整个股市上涨，就意味着你的决策出现了失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



误，这样你的懊悔情绪就会比较强烈。相反，如果你所持有的股票下跌，同时整个股市都在下跌，那么这就不是你可以控制的因素，这样你的懊悔情绪就不会那么强烈。

在得知与公司相关的消息时，投资者的行为与趋向性效应相符合，因为他们的懊悔情绪比较强烈，但是对于与经济相关的消息，投资者的懊悔情绪就没有那么强烈，因为那些结果是他们所无法控制的。在这种情况下，投资者的行为与趋向性效应所做出的预测就不一致。

参考值

获得收益的愉快情绪和遭受损失的痛苦情绪都是人类行为的强大动力，然而，要想判断某一项投资交易是盈利还是亏损并不是一件容易的事情。例如，鲍勃以每股 50 美元的价格买入一种股票，当年末，该股票的成交价为 100 美元。同样在当年年末，鲍勃对自己的投资持有量进行重新审查以记录自己的净资产，并监控自己达到金融目标的整个过程。六个月后，鲍勃以每股 75 美元的价格出售股票，这样他每只股票就可以赚 25 美元，但是与上年末就出售股票的情况相比，他每股少赚了 25 美元。显然，他的利润是每股 25 美元。然而，在这种情况下，他觉得自己盈利了还是亏损了呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个问题与一个参考值有关。**参考值（reference point）指的是我们将现行股票价格与之相比的一个股票价格。**现行股票价格为每股 75 美元，那么参考值应该是每股 50 美元的购买价格，还是每股 100 美元的年末成交价格呢？每个人选择的参考值具有重要意义，因为它决定了我们感觉到的是获得收益的愉快情绪，还是遭受损失的痛苦情绪。

早期对投资者心理的调查研究显示购买价格才是参考值，然而，投资者监控并记录了一年时间内他们自己的投资表现。如果投资者是在很早以前买入股票的，那么他们就倾向于采用最近的一个价格作为参考值。

投资者会采用最近的哪一个股价作为参考值呢？他们可能会将上一年的平均值或中期价格作为参考值。另外，媒体一般都会报道一年里 52 个星期的最高价格和最低价格。最近的一项调查表明投资者会将 52 周中价格的最大值作为参考值。

对股票期权的一项有趣调查解释了这一参考值的选择。一些公司将股票期权发给管理人员以作为部分补偿手段。虽然这些期权的结构经常改变，但是它们的行使价格与期权发行时的价格通常是一样的。雇员在几年的时间里不能行使这些期权（授予期限），过了这个期限雇员就可以行使这些期权，并根据当时的股票价格与期权的行使价格之间的差价，从中盈利或亏损。

研究雇员期权的行使情况有以下几个优点。第一，能够获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期权的雇员一般都是经验比较丰富的雇员。第二，这些期权存在到期日期，因此雇员知道他们必须在其过期之前行使这些期权。这个特征可以减轻现状偏差的心理。第三，期权里不存在具体的参考值。这些期权本身并没有价格。期权的行使价格就是一个重要的参考值，因为如果想要盈利，这些期权的行使价格就必须要高于股票价格。然而，在授予期限后的股票价格高于行使价格，那么雇员采用的参考值是什么呢?

大多数人似乎都采用上一年的最高价格作为参考值。让我们来看看具体的记录。这些是来自七家公司的50 000名雇员的记录。奇普·希思（Chip Heath）、史蒂文·赫达特（Steven Huddart）和马克·兰（Mark Lang）发现当股票价格高于上年52周的最高值时，期权的行使率就会翻一番。让我们来看看那些想行使期权的雇员的表现。当股票价格低于上年52周的最高值时，如果采用一年的最高值作为参考值，雇员就会觉得自己的期权亏损了。想避免懊悔的心理让雇员们持有期权，等到股票价格再次高于上年的最高值时他们再行使这些期权，因为这样才可以打平。当股票价格达到或超过上年最高值的时候雇员更可能行使期权，因为他们认为这些期权已经超过了参考值。研究显示当股票价格超过历史最高值的时候，期权的行使率也随之上升。

投资者认为参考值决定了他们所持有的期权是盈利还是亏损。然而，投资者会定期更新参考值以反映未实现利润。让我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



再回到这一部分开始时举的例子。鲍勃很可能觉得自己亏了，因为当他在做年度评估的时候，已经将参考值改为每股 100 美元。

趋向性效应会影响市场吗

如果许多投资者都受到趋向性效应的影响，那这会对整个市场产生影响吗？安德烈亚·弗兰希尼（Andrea Frazzini）证明了这一观点。例如一只股票价格上涨使许多投资者获得了资本收益。如果该公司发布正面消息（例如巨额盈利的报道），那么出售盈利股票的行为会暂时抑制股票上升到本该达到的水平。由于这一时期的股价较低，会导致接下来的收益更高。这种价格模式也被称作对消息的反应不足，或者是消息后价格浮动。弗兰希尼指出消息后价格浮动主要发生在两种情况：一是在盈利股票，因为投资者存在未实现利润；二是在亏损股票，因为投资者存在未实现亏损。

弗兰希尼首先分析了共同基金的持有日期，并找出趋向性效应对它们的影响。事实上，即便是表现最差的股票，投资者也最不愿意对其进行收盘。弗兰希尼为了评估每只股票未实现收益（或亏损）的数量，计算了共同基金的平均成本基础，也就是与现行股票价格相比较的参考值。现行股价高于参考值的被认为是盈利股票，且包含许多投资者的未实现资本收益。在发布正面消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



息之后，消息后价格上浮最大，且含有大量未实现收益。在发布负面消息之后，消息后价格下浮最大，且含有大量未实现亏损。这个模式与趋向性效应中投资者过早出售盈利股票的情况相符，它抑制了股价上升到一个新的水平。趋向性效应影响下的投资者也通常不愿意出售亏损股票，这样就导致了对有关公司负面消息的反应不足。

总的来说，这一章讲的是**人们在投资行为中会避免懊悔情绪、寻求自豪情绪（或者没有做到），这种心理倾向就导致了投资者过早出售盈利股票，过长持有亏损股票。这种行为在两个方面危害了投资者的财富**。首先，由于投资者出售盈利股票，他们必须缴纳更多的资本收益税。其次，投资者过早出售盈利股票，而这些股票在售出之后会持续上涨；相反，投资者过长持有亏损股票，而这些股票在售出之后会持续下跌。这样，投资者获得的收益就比预期的收益要低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章 风险感知

每个人都听到过“买低，卖高”的投资建议，那么在现实中为什么这种做法难以实现呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一个人如果不能平静地面对损失，就有可能参与他本来就不愿意参与的赌博。

——卡尼曼（Kahneman）和特韦尔斯基（Tversky）

让我们一起看看以下关于抛硬币的一个赌博游戏：如果抛出正面你就赢20美元，如果抛出反面你就输20美元。你愿意赌一下吗？顺便再说一下，你之前已经赢了100美元。那么现在你愿意赌吗？在知道你之前已经赢了钱的情况后，你的回答是否发生了变化呢？如果你之前已经输了20美元又会怎样呢？对你来说，两种不同的情况是否让这个赌博游戏有什么不同呢？

许多人会在一种情况下玩这个赌博游戏，而在另外一种情况下却不愿意玩。赢了20美元这一事实并没有改变游戏的内容，因此这个赌博的期望值并没有发生改变。在以上两种情况下，赌博的风险没有发生变化，奖金也没有变化，所以说，改变的并非客观条件，而是人们对风险的反应发生了变化。

人们对风险的认知似乎是变化的。在评估当前的风险决策时，过去的结果是一个重要的因素。简而言之，在赢得收益之后人们会愿意承担更大的风险；相反，在遭受损失之后人们会不太愿意再去冒险。为了解释这种行为，理查德·塞勒（Richard Thaler）和埃里克·约翰逊（Eric Johnson）找了95名经济学的本科生，让他们用现金玩了一系列的两步赌博游戏。第一步，有的学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



生发了赌资，有的学生则自己出钱。第二步，询问学生是否愿意参加赌博游戏。结果显示了几种效应："赌场的钱"效应、"厌恶风险"效应和"试图翻本"效应，接下来的部分将对这几种效应进行探讨。

"赌场的钱"效应

在人们获得收益或利润之后，他们愿意承担更大的风险。赌博者将这种感觉称为用赌场的钱赌博。在赢了一大笔钱之后，业余赌博者不会将新赚来的钱完全视为自己的钱。你用谁的钱会更愿意冒险，对手的还是自己的呢？因为赌博者一般不会将赢来的钱与自己的钱混为一起，所以他们用赢来的钱时，似乎在用赌场的钱在赌。

假设你刚刚赢了 15 美元。现在你有机会对一枚硬币的正反面下注，赌注是 4.5 美元，那么你会下注吗？参与活动的经济学本科生中 77% 的人下了注。在刚刚赢了 15 美元意外之财后，大多数学生都愿意冒险。相反，如果没有赢 15 美元的情况下让他们赌博，这些学生中只有 41% 的人选择了参加赌博游戏。即使学生们并没有冒险的爱好，在赢了意外之财后，他们也更愿意冒险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



蛇咬效应（厌恶风险）

在经历了经济亏损后，人们会变得更不愿意冒险。这次让先前输了7.5美元的学生下注抛硬币。这次大多数（60%）的人拒绝了，先输了钱的学生可能会有“被蛇咬”的感觉。

蛇通常不会攻击人，但偶然发生后，人们会变得加倍小心。同样地，当有些人非常不幸损失了钱后，他们常常感到晦气还会跟着来，所以设法规避风险。

试图翻本效应

但是，输了的人并非总是规避风险。人们通常在亏损之后，会寻找新的机会以弥补损失。在输钱之后，大多数学生愿意选择以双倍赌注玩这个游戏。事实上，即使得知这种硬币不公平，大多数学生仍然愿意参与。也就是说，虽然那些学生知道他们赢的机会还不到50%，但是他们还是愿意冒险。翻本效应似乎比“蛇咬”效应影响更大。

这种翻本效应还可以从另一个例子里看出来，这就是赛马。在头一天赌马输钱之后，赌博者可能更愿意参与赔率高的赌博。15:1的赔率意味着如果你赌马赢了，原先下注的2美元就可以翻成30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美元。当然，15:1 的赛马赢的机会是很小的，但是与比赛刚开始的时候相比，人们似乎更愿意在临近比赛结束时在赔率高的赌博上下注。不管是那些才赢钱的人（“赌场的钱”效应），还是输钱的人（翻本效应），他们都更可能去冒这种险。**赢钱的人冒险是因为他们觉得自己是用赌场的钱玩，输钱的人冒险是因为他们想找机会翻本又不愿意冒太大的险，之前没有大赢或大输的人则一般不会冒险。**

厌恶风险的程度在一个非常流行的电视节目中可以得到解释。该节目名叫“赌，还是不赌”。在节目里，挑战者自己挑选一个包，里面的钱数目不详。接着，你打开剩余的 25 个包里的 6 个，并将其排除在游戏之外。在这个美国版的节目里，包里的钱数目不一，从 0. 01 美元到1 000 000不等。拿到 6 个包后，剩下的 20 个包里的钱数目不明。然后，提供给挑战者一笔钱，他可以拿着这笔钱离开，那么他是会拿着“固定的钱”离开，还是选择继续赌一把呢？假设赌博游戏的期望价值是 50 000 美元，而提供给挑战者的是 30 000 美元，这样提供的钱就相当于赌博期望价值的 60%。高度厌恶风险的挑战者可能会拿走提供的钱，而不那么厌恶风险的竞争者则会继续打开更多的包。打开钱更多（或更少）的包，将降低（或提高）下笔提供的钱的数额。

对“赌，还是不赌”节目的一篇分析，显示挑战者厌恶风险的程度取决于他们之前经历的结果。具体地说，如果一名挑战者不幸打开一个数目较大的包，那么提供给他的下一笔钱就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会比前一笔少，因为挑战者锚定的是前一笔钱的数目，那么新的这笔钱对他来说似乎是亏损了。在这种情况下，极少有挑战者会拿了钱而结束游戏，而是选择继续赌，以图弥补损失或者说翻本。再看看先前50 000 美元的赌注，假设剩下的两个包里分别装有 100 000 美元和 0.01 美元，如果可供拿走的固定数额是 60 000 美元会怎么样呢？虽然其他情况不变，几乎人人都会选择拿走 60 000 美元，而不愿参与这个冒险的赌博，因为他的回报率太低。如果最后提供的钱变为 90 000 美元，情况则会发生改变，“翻本”的欲望会使挑战者选择继续赌。在看到期望回报率（也就是接下来提供的这笔钱）发生变化后，他们似乎就愿意冒险了。

最后，让我们看看芝加哥期货交易所里那些国库券期货交易的专业的全职资金交易员的行为。这些交易员一般通过持有风险头寸及提供“做市”服务以获得利润，所有这些头寸通常在一天结束时平仓。

对于这种当日获利的交易，当早上亏损之后，这些交易人在下午会做什么呢？1998 年，乔舒亚·科沃尔（Joshua Coval）和泰勒·沙姆韦（Tyler Shumway）对 426 名此类交易员所做的交易进行了调查。他们发现如果早上亏损，他们下午就可能增加冒险程度以期弥补亏损。另外，这些交易人也更可能与其他资金交易员进行交易（而不是让市场上的投资者进一步投钱），然而，从平均水平来看，这些交易最后都是失败的。这也就解释了在遭受亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



损之后投资者行为可能发生的改变。

对投资者的影响

“赌场的钱”效应预测，投资者在结清一笔获利的头寸之后，更可能买入风险更大的股票。换句话说，在售出盈利股票并获得利润之后，投资者更可能买入风险更大的股票。请注意，该行为进一步夸大了我们在第 2 章讨论的过于自信行为，因为过于自信的投资者交易频繁且愿意买入风险更大的股票。

“蛇咬”效应同样会影响投资者。新的投资者及保守的投资者可能会采取一种“试一试股市”的态度。对长期投资者来说，在投资组合中买进一些股票不仅可以分散投资组合，还可以提高预期收益。然而，如果那些股票的价格迅速下跌，首次投资股票的投资者会觉得像被蛇咬过一般。假设一名年轻的投资者第一次炒股。他以每股 30 美元的价格买入一家生物科技公司的股票。3 天之后，股价跌至每股 28 美元，她就惊慌地抛售了股票。后来股票上涨至每股 75 美元，但是她已经害怕涉足股市了。

禀赋效应（现状偏差效应）

通常情况下，人们希望自己的东西以更高的价格出售，而以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



更低的价格买东西，这也就是我们所说的“禀赋效应”。与此紧密相关的一种行为就是人们倾向于持有自己的东西而不愿意进行交换，这就是“现状偏差”。

经济学家通过让自己的学生做实验的方法调查了禀赋效应。一个普遍的例子就是给所有学生中的一半人相同的东西，例如大学咖啡杯。接着，为这种咖啡杯创造市场，使那些不需要的学生可以将杯子卖给那些需要但没有的学生。传统的经济学理论预测会有一个固定明确的市场价格，这样咖啡杯就可以转手，也就是说，拥有咖啡杯的那一半学生会将杯子卖给另一半没有的学生。然而，通过反复实验发现，给予杯子的学生通常会叫出那些没有杯子学生的出价的两倍。结果，实际上卖出的杯子很少。经济学家在这些拥有此类交易经验的学生中，用不同的物品反复做了实验，得到的结果却是相似的。

是什么导致禀赋效应的产生呢？是人们高估了自己所拥有物品的价格呢，还是他们与自己的东西分开的痛苦呢？再看看下一个实验。学生们被要求将六种奖品进行排名，最不值钱的奖品是一支钢笔。于是实验者将钢笔给了全班一半的学生，其他学生可以在钢笔和两根巧克力棒之间选一个自己喜欢的，其中24%的学生选择了钢笔。先前发了钢笔的学生如果愿意，可以用它去换巧克力棒。虽然大多数学生将巧克力棒排在钢笔前面，但是发了钢笔的学生中56%的人不愿意交换。这样看来，人们似乎并没有高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



估自己所持有物品的价值，而是因为他们觉得更不愿意放弃自己的物品。

这种禀赋效应对经常参与现实市场交易中的人来说也是普遍存在。例如，约翰·李斯特（John List）用可收集的卡尔·瑞普肯（Cal Ripken）和诺兰·瑞恩（Nolan Ryan）纪念品在顾客和经销商之间进行了交易实验。他还在爱普卡特中心（Epcot Center）的收藏品市场做了同样的实验。这些参与者都比较熟悉交易市场，然而在得到一件收藏品后，很少人愿意用其交换同等价值的其他收藏品。李斯特还发现交易者的经验越丰富，禀赋效应对他的影响就越小。

禀赋效应对投资者的影响

禀赋效应或现状偏差效应是如何影响投资者的呢？人们有一种倾向就是保持自己已经进行的投资。例如，威廉·萨缪尔森（William Samuelson）和理查德·泽克豪泽（Richard Zeckhauser）让学生想像自己刚刚继承了一大笔遗产，他们可以将这笔钱投资到不同的投资组合中，他们可以选择中等风险的公司、高风险公司、短期国库券或市政债券。

对于这个问题，采取了许多不同版本的问法。在一些版本中，先告知被测试者继承的钱本来已经投入了高风险的公司。在另外一些问法中，继承的钱是以其他的投资形式出现的。有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



趣的是钱在给予时的形式大大影响了被测试者的投资选择。如果继承的钱已经投入高风险的公司，那么选择投入高风险公司的人就更多。短期国库券也是一样。显然，短期国库券和高风险公司的预期风险及收益是不同的，但是被测试者受到现状的影响要远远大于他们自己的风险和收益目标。金融顾问告诉我们他们的客户中大多数人愿意从股市的年末红利中拿出100 000美元用于赌博，而继承的钱里他们一般会拿出100 000美元去开户存款。他们说："我不能用那笔钱来冒险，那是父母辛辛苦苦赚的钱。"

随着投资的选择增加，现状偏差的影响也增大了，也就是说，决策越复杂，测试者就越可能选择什么也不做。现状中投资者的选择包括成千上万的公司股票、债券和共同基金。所有这些选择让投资者不知所措，结果他们往往选择的是保持不变。**但是当投资者亏损之后，这就是一个重要问题了，因为出售亏损股票会产生懊悔情绪（见第3章）并遭受失去原有东西的痛苦。**

投资风险感知

投资行业是如何衡量风险的呢？投资者会在什么风险的基础上做出投资决策呢？行业的衡量与个人偏好是完全一致，还是相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



互关联呢？这些问题的答案无论对投资行业、金融顾问还是对投资者的行为来说都具有重要意义。

投资行业一般侧重于将标准差作为风险的主要衡量单位，而投资者则会找到其他重要的衡量工具，如亏损的可能性，或者是潜在风险的级别。现在我们来反复做一系列赌博实验，以模拟类似投资的决策。例如这样一个赌博，你有 50% 的机会赢 200 美元，50% 的机会输 100 美元。如果将这个赌博的游戏重复 50 次，结果会怎样分布呢？风险又会怎样呢？

在重复一系列类似赌博的游戏过程中，试验者要求参与者对结果的标准差、亏损的可能性及亏损的平均级别是多少分别进行评估。另外，每个被测试者被要求用 1 ~ 100 的尺度单位来为这一系列重复的游戏划分等级。被测试者大大高估了亏损的可能性，且对亏损后的损失级别也难以做出准确评估。被测试者对标准差的估计存在许多问题，虽然他们并非总是高估或者低估问题。显然，人们难以将风险量化，调查显示人们会将这些风险衡量单位与自己本身的风险分级混为一谈。不幸的是，对于投资行业来说，标准差与对风险的判断并不存在特定的关系。

总之，人们并不总是能够评估结果分布数据，因此，人们做出停止投资的决策可能并不是因为他意识到了自己行为的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



记忆与决策

回忆并不是对一件事情的真实记录，而是记忆对物理和情感经验的感知。这种感知受到事件展开方式的影响。大脑中记录事件发生的过程储存了各种不同的经历。这些存储的特征就是未来回忆的基础。

记忆具有可提取的功能，它决定了过去经历的某个情形在将来应该是渴望被记忆起的还是希望被避免的。例如，如果你对某一事件的记忆比现实要糟，那么就是可能强迫自己避免类似经历。相反，如果你记得某件事比实际情况好，你就会尽力寻求相似的经验。因此对过去经历的不确定感知可能导致错误决策的做出。

记忆与投资决策

这种现象也可能影响投资者。股票的价格模式可能影响投资者的决策。看看以下投资者买入两只股票的例子：投资者分别买入生物科技公司和制药公司的股票，每股价格为 100 美元。在这一年里，生物科技公司股票的价格慢慢下跌至每股 75 美元，而制药公司股在一年里一直稳定在每股 100 美元，直到年末猛跌至每股 80 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在这一年里，生物科技股的表现不如制药公司股，然而两只股票都以不同的方式在亏损。生物科技股逐渐下跌，而制药公司股是最后突然下跌。年末暴跌的记忆与巨大的情感痛苦相互联系，而缓慢下跌的经历则没有那么痛苦，虽然生物科技股（缓慢亏损的）表现更糟。因此在下一年决定如何买进这些股票时，投资者可能会对制药公司股持更加悲观的态度。

愉快的经历也具有同样的模式。人们对于大起大落的愉快经历，感觉要更好一些。看看两只股票的不同增长模式。生物科技股在一年里慢慢涨到每股 125 美元，而制药公司股在年末突然涨到每股 120 美元。虽然制药公司股的表现并不是很好，但投资者的感觉更好。

认知失谐

心理专家研究了记忆问题的具体结果。人们通常认为自己是聪明的、好的。与此认知不符的事实会导致两种看起来相反的观点。例如，假设你觉得自己不错，但是你对过去行为的回忆却表明你并非如此。你的大脑对此矛盾会觉得很不舒服。心里学家把这叫做“认知失谐”。简单地说，认知失谐意味着你的大脑在两种相反的观点中作斗争——我觉得自己很不错，但并非如此。为了避免这种心理上的痛苦，人们倾向于忽视、反对或最小化与自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



己的正面形象相左的信息。如果事实无法改变，人们就会换一种想法来说服自己。

人们的观念可以改变以适应过去的决策。我们总是希望认为自己的决策是对的。例如，我们调查了赌马者对自己所下注的马有多大几率会赢，他们认为离开下注窗口的人比那些排队下注的人赢的可能性大一些。在下注之前，赌马者对自己赢的几率更不确定。在下注之后，他们的观念就变为与自己的决策一致。

这种避免认知失谐的心理会在两个方面影响决策过程。首先，如果人们觉得情况过于复杂，就可能无法做出任何重大决策。例如，当想到要为未来退休后的花费存钱时，一些年轻人就会想到这样一个形象，即一个孱弱的基本无力赚钱的老人形象。为了避免现在良好的自我形象与未来的可怜形象相矛盾，他们就会避免存钱。其次，对新信息的过滤会限制我们对投资决策的评估及监测能力。如果投资者忽视负面信息，他们又怎么会发现调整投资组合的重要性呢?

认知失谐与投资

投资者可以通过调整对过去投资决策成功与否的观点来减少心理上的痛苦。例如，在某个时点上，投资者做出购买共同基金的决策。过了一段时间，基金的运行信息要么对购买基金的行为进行肯定，要么会提出问题。为了减少这种认知失谐，投资者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大脑会过滤或减少负面信息，而保留正面信息。投资者对过去表现的回忆往往比现实要好，换句话说，你认为自己是个好的投资者，那么就会调整对过去投资表现的回忆，以符合自己的形象。不管现实如何，你总记得自己做得很好。

威廉·戈茨曼（William Goetzmann）和纳达夫·皮尔斯（Natav Peles）调查了投资者的回忆情况，他们对于上年共同基金投资的收益问了投资者两个问题。一是，去年的收益是多少？二是，你去年赢得了多少？请注意，这个问题问的都是实现业绩。如果投资者没有上述的认知失谐，那么对业绩的回忆应该与现实一致。

戈茨曼和皮尔斯向两个不同小组的投资者提了以上问题。第一组由建筑师构成。建筑师是受过高等教育的专业人士，但是他们对投资却未必了解。12 名建筑师对于他们年金计划账户上所进行的 29 项投资做出回答，图 4—1 显示的是建筑师在回忆中的错误。平均来说，他们对自己投资收益的回忆比实现收益要高出 6.22 个百分点，他们认为自己比实际表现要好得多。

要想跑赢市场并不是一件容易的事。大多数股票共同基金无法一直超越标准普尔 500 指数（S&P），那么建筑师们认为自己的业绩如何呢？他们对自己市场收益的评估平均超过实际情况 4.62 个百分点。这一小组的投资者高估了实际收益以及与基准相关的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



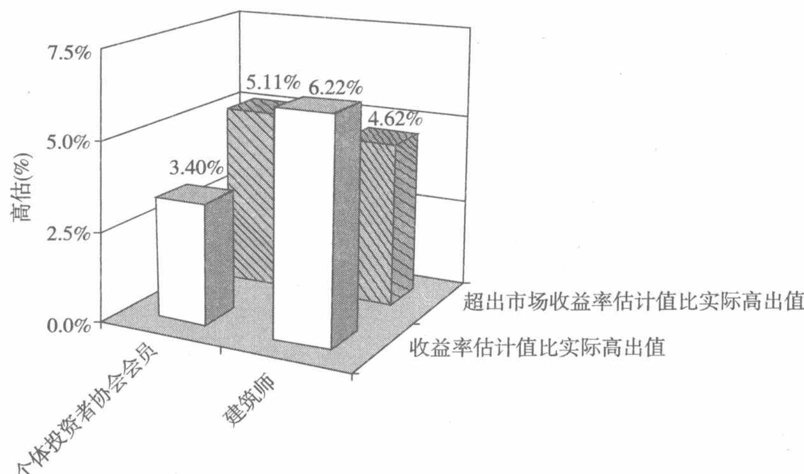


图 4—1　记忆错误（认知失谐）

第二组投资者由美国个人投资者联盟（AAII）的成员组成。美国个人投资联盟为个人投资者提供教育、信息及服务。一般来说，该联盟的成员受过良好的投资教育，那么这些投资者是否会高估自己的过去收益呢?

29 名 AAII 成员就他们投资的 57 项共同基金做出回答。这些投资者平均高估了自己过去收益 3.40 个百分点。对于自己的业绩与市场的关系，他们也高估了 5.11 个百分点。即使这些投资者接受了良好的投资教育，他们在回忆过去的收益时也出现了普遍过于乐观的现象。

再来看看模拟市场实验中投资者的反应。模拟涉及 1985—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1994 年 10 年间的 10 只共同基金、1 只货币市场基金以及 S&P500 指数。80 名经济学研究生参与了实验，他们得到 100 000 美元用于投资。接着，向投资者公布了六个月的收益率，以便他们重新调整投资组合。该实验重复做 20 次。请注意，在实验过程中参与者可以看到市场收益率（如标准普尔 500 指数所示）以及他们的投资组合状况。游戏过后，参与者被问及他们刚才的表现，他们获得了多少收益？他们是否跑赢了市场呢？平均来说，参与者认为自己跑赢了市场。这是一种乐观的感知，因为该组的平均收益率比市场低 8 个百分点。当问及自己的收益率，80 个人中只有 15 个人答对，大多数学生（80 人中的 47 人）高估了自己的总收益率。

人们总希望相信自己的投资决策是正确的。在相反的事实面前，大脑的防御机制会过滤这些矛盾的信息并调整对过去决策的回忆。当对过去业绩的回忆出现偏差时，人们很难客观评估投资是否达到投资目标以及是否需要投资专家的帮助。

小　结

每个人都听到过“买低，卖高”的投资建议，那么在现实中为什么这种做法难以实现呢？其中原因之一就是受到“赌场的钱”效应的影响，使投资者寻求更冒险的投资。这常常体现在投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资者会买入已经大幅上涨的股票。因为对股票的期望值过高，所以风险很大，简而言之，你买高了。如果股票下跌你就会感觉“被蛇咬”，于是你就卖出，这样你又卖低了。“赌场的钱”和“蛇咬”效应，让你的行为与“买低卖高”的建议正好相反。

如果许多投资者都受到这些问题的影响，那么整个市场也就会受到影响。由于受到“赌场的钱”效应的影响，产生了寻求风险（或忽视风险）的心理偏差，这就导致了市场的泡沫；而受到蛇咬效应影响后产生规避风险的心理偏差，则会导致泡沫破灭之后股价继续下跌。

另外，人类的记忆往往是情绪和感觉的记录而非事件的真实记录。这可能导致投资者对现实事件的记忆出现偏差，甚至会忽视那些带来不好感觉的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章 心理会计

假如买股票的钱是辛苦工作赚来的，心理上便会更为在意；但如果是另外的投资所得，就会觉得损失了也没什么大不了的，因为反正是外来的钱。其实，这种心理是不对的，因为无论是工作得来的钱还是投资赚来的钱，它们都是自己的钱，处理的态度不应该有任何分别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司、政府甚至教堂都采用会计体系来追踪、划分和归类流动资金。同样，普通人也会使用心理会计体系。试想一下，你的大脑所运用的心理会计体系就好比一个文件柜，每一项决策的行为和结果，都放在文件柜中单独的文件夹里，这些文件夹里包含了与具体决策相关的成本及收益，一旦一项结果进入了一个心理文件夹，那么就很难用其他方式来评价这个结果。心理会计所进行的分割会对你的决策产生意想不到的结果。让我们看看以下的例子。

> 为了买一栋梦寐以求的度假小屋，J夫妇已经省了15 000美元。他们希望能够在五年内买下房子。他们将这笔钱存入一个货币市场账户，该账户每年的收益率为4%。他们刚刚申请了为期三年的汽车贷款，并花11 000美元买了一辆新车，该贷款的利息为9%。

这是一个常见的例子。通常情况下，人们将钱存入账户获得的收益率较低，而他们借钱的利息率却比较高，这就意味着他们在无形中亏了钱。在以上的例子中，度假小屋存款在货币市场账户的收益率仅为4%。如果J夫妇能够找到一种收益率为9%的安全投资方式，那么他们该有多兴奋啊！但是，赚得9%的收益率的机会到来时，他们却没有考虑过要抓住这个机会。这个机会就是从自己的存款中（而不是银行）贷款11 000美元，并付给自己9%的利息。如果他们这样做了，三年之后，在货币市场账户上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的度假小屋贷款会比原先的高出 1 000 美元。

金钱本身并没有标签，所以人们要将其贴上标签。我们会将钱分为肮脏的钱、容易赚的钱以及自由流动的钱等在 J 夫妇的心理账户中，他们的存款贴上了“度假小屋”的标签。虽然将“心理账户”与“度假小屋”的账户混在一起的做法可以使他们的财富最大化，但是 J 夫妇却不愿意这么做。

心理预算

一般情况下，人们用财政预算追踪并控制自己的支出。大脑也运用心理预算将每笔心理账户的消费收益与成本相联系。看看以下与购买商品及服务相关的痛苦（或成本），这与财政亏损所遭受的痛苦相似。同样，消费商品及服务的喜悦，正如财政收益的喜悦。所谓的心理预算，就是将情绪上的痛苦与喜悦直接联系。

成本与收益匹配

通常情况下，人们喜欢“当场付款”的付款方式，因为这种方式将收益与成本紧密相连。然而，如果不能采取这种“当场付款”的方式，事情就复杂得多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



让我们看看以下调查付款时间性的一系列问题。德拉泽·普雷勒克（Drazen Prelec）和乔治·洛温斯坦（George Loewenstein）教授对在匹兹堡的菲利普音乐学院参观的91名游客问了以下几个问题。第一个问题是：

> 假设六个月以后，你计划为自己的新居添置一台洗衣机和烘干机，两台电器一共需要1 200美元。你有两种支付方式：
>
> A. 在买下洗衣机和烘干机之前的6个月，每月支付200美元。
>
> B. 在买下洗衣机和烘干机之后的6个月，每月支付200美元。

你会选择哪一种方案呢？请注意，两种方案要支付的钱是一样的，不同的是付钱的时间。被采访的91个人当中，84%的人选择了方案B，也就是滞后的支付方式。这一点与平衡成本和收益的心理预算一致。买入洗衣机和烘干机之后的几年时间里都可以使用它们，因此滞后支付的行为可以使成本与收益直接对应。我们注意到方案B正好符合传统经济理论的观点。也就是说，如果考虑金钱的时间价值，人们就应该选择方案B，因为它更划算一些。

以下的两个例子与传统的经济学理论不一致，因为受访者并没有选择财富最大化的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



假设，你计划在六个月之后去加勒比度假1周，旅行要花费1 200美元。你有两种支付方式：

A. 旅行前的六个月里，每月支付200美元。

B. 在你旅行回来后的六个月，每月支付200美元。

请注意，这个例子与前一个例子的支付时间选择是一样的，都是在购买前或在购买后的六个月支付，不同的是，购买的东西变了。主要的区别在于，旅行的好处只能享受很短的一段时间，而洗衣机和烘干机则在买之后的几年都可供使用，那么你会选哪种方案？

60%的受访者选择了方案A，也就是先付钱再去旅行。在这种情况下，支付方案与商品的消费并不直接对应。旅行的好处是在度假期间享受的，而费用却要提前或滞后支付。

传统的经济理论预测人们会倾向方案B，因为如果将金钱的时间价值考虑在内，方案B会更划算。然而，大多数人却选了方案A，这是什么原因呢？因为人们认为预付费用的旅行比过后再付钱的旅行更令人愉快。因为如果先付钱的话，旅行的时候就不会因为还没有付钱而觉得痛苦。如果滞后付款，旅行的乐趣会为了对付付款问题的担心而减少。决定是“预付还是融资”的一个重要因素就是由购买行为所产生的期望乐趣。考虑用过后支付消费的想法会减少使用该物的乐趣，但是让我们一起看看：使用洗衣机和烘干机并不是什么很有趣的事，因此我们宁愿承受支付的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



痛苦而选择滞后付款。

本章开头提到的梦想度假小屋的例子则是另一回事。享受梦想小屋的乐趣不应该受到债务和将来付款的阻碍，因此，J 夫妇选择了先存款再买房。

第三个问题问的是支付加班工资的问题。如果你在未来的六个月里每个周末加班几个小时，那么你希望老板如何支付工资呢？人们并不希望提前支付未来加班的工资。66% 的受访者选择加班后再拿钱，而不是加班之前。这个例子又一次与传统经济理论相左，因为财富最大化的策略是人们希望早点而不是晚点拿钱。

厌恶债务

在旅行和加班问题上，当商品或服务将很快消费完的时候，人们对债务表现出厌恶的情绪。人们一般倾向于将支付期限的长短与商品服务的使用时间相匹配。例如，借款购买房子、车子、电视等的做法比较常见，因为这些东西的使用期限长达许多年。先借款再滞后支付的做法，可以尽可能使消费与付款相匹配。

另一方面，人们却不愿意为那些已经消费过的商品以负债的方式滞后支付。滞后支付旅行费用的方式并不受欢迎，这是因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



它产生了长期成本与短期效益。这个原因也同样适用于第三个问题。人们不想提前拿工资，因为这是一种用产生长期负债（以未来六个月里，每个周末加班）换得短期收益（拿工资）的做法。人们一般倾向于先工作再拿钱。

沉淀成本效应

传统的经济理论预测人们的决策过程中会考虑到现在和将来的成本与收益，而不会考虑过去的成本。与这些预测相反的是，当人们在决策将来的行为时，总喜欢考虑那过去的不可挽回的成本，这种行为被称作“沉淀成本效应”。有人将沉淀成本效应定义为：“一旦人们为某项投资付出了金钱、时间和努力，他们就会倾向于不断努力。”

沉淀成本有两个重要的方面，即大小和时间。让我们看看以下两个例子。

> 有一家人得到几张你们想了很久的篮球比赛入场券。门票价值 40 美元。在比赛那天，一场暴风雪袭击当地。虽然他们还是可以去看比赛，但是暴风雪带来的不便减少了他们观看比赛的乐趣。这家人在哪种情况下会更愿意去看比赛，是花了 40 美元买的票呢，还是免费得来的票呢？

一般来说，人们认为如果票要是花钱买的，他们会更愿意去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



看比赛。请注意，门票的40美元成本并不会影响暴风雪或是看球的乐趣，但是人们在考虑去不去的时候会将沉淀成本计算在内。如果他们不去看比赛，他们就不得不在关闭心理账户时留下没有获得乐趣的损失。为了避免损失的痛苦，这家人会选择去看比赛。如果门票是免费的，那么心理账户上就没有所谓的收益或亏损。

这个例子阐释了沉淀成本的大小是决策过程中的重要因素。在一家人有门票的两种情况下，不同的只是门票的成本（40美元VS 0美元）。下一个例子说明，沉淀成本的另一个重要因素就是时间。

> 一家人一直想去观看篮球比赛，这终于可以实现了。他们本来打算下周去看比赛，但是在比赛当天遇到了暴风雪。在以下两种情况下，一年前买的票或是昨天买的票，在哪种情况下他们更可能去看比赛呢？

两种情况下的沉淀成本都是40美元，然而沉淀成本的时间因素会产生什么影响呢？是的，在昨天买的而不是去年买的门票的情况下，这家人会更愿意去看比赛。随着时间推移，没有收益而关闭心理账户的痛苦会逐渐下降。简而言之，沉淀成本的负面效应随时间下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济影响

前面的例子说明了人们宁愿通过货币成本来简化自己心理预算的过程。人们倾向于预付一些购买行为，而在工作之后再拿工资。通过提前支付行为和推迟收入的行为，他们没有从时间的价值原则中获益。传统经济理论预测，人们应该选择相反的行为，即滞后支付和提前收入以使当前财富的价值最大化。

心理会计使人们希望平衡一个购买行为的情绪收益和成本，他们通常会导致昂贵的决策。看看以下的例子。

> 56 名工商管理硕士生被要求为一个价值 7 000 美元的房屋重塑工程借款融资。该工程涉及重新装修（新地毯、墙纸、油漆等），它耗时 4 年。在此期间他们可能还要再重新装修。两种借款方案可供选择，一种是 3 年贷款，利息率为 12%；另一种是 15 年贷款，利息率为 11%。两种贷款都可以预付而不需要交罚款。

请注意，期限越长的贷款，它的利息率越低。另外，只要加快支付的速度，就可以将 15 年的贷款转为 3 年的贷款（利率较低）。也就是说，你可以计算一下，如果在 3 年内要将 15 年的贷款还清，那么每个月应该支付多少钱。因为 15 年贷款的利率比 3 年贷款低，所以每月要偿还的数目也比 3 年贷款低。当问到这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



问题的时候，74%的工商管理硕士生都会选择3年贷款。这些学生中有一种倾向，就是会选择金钱成本（虽然以更高的利率为代价）来整合相关的成本和收益。为了保证这些贷款在3年内还清，这些学生宁愿选择更高利率的贷款。这是第10章中讨论的自我控制问题的一个例子。

心理会计与投资

决策制定者一般都为每一笔投资设置一个单独的心理账户。投资者将每个账户单独处理，却忽视了相互之间的联系。这种心理过程会在许多方面影响投资者的财富。首当其冲的是，心理会计进一步加剧了第3章中讨论的趋向性效应。因为投资者不想经历懊悔的痛苦情绪，所以选择避免出售亏损股票。出售亏损股票来关闭心理账户的行为会产生懊悔情绪。

现在来看看财富最大化策略所涉及的税收交换行为。税收交换指的是投资者卖出一只亏损股票并买入另一只类似的股票。例如，假设你持有西北航空公司的股票，接着该公司的股票下跌了，与此同时整个航空业股票都在下跌，那么你就可以卖出西北航空公司的股票，并买入联合航空公司的股票。这种税收交换行为可以让投资者抓住西北航空公司的亏损来减少税收，而同时仍然持有航空股并等待航空业的回升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为什么投资者不经常使用这种税收交换策略呢？一般情况下，投资者认为出售亏损股票就意味着关闭了这个心理账户。这会从两个方面影响投资者：第一，两个账户之间相互作用以增加投资者的财富。第二，关闭亏损账户的行为会导致懊悔心理。投资者倾向于忽略账户之间的互动。因此，投资者会选择回避懊悔的心理，而不是财富最大化策略。

心理预算加剧了厌恶出售亏损股票的心理。让我们来看看人们如何评估付款和收益的时间性。随着时间的推移，将沉淀成本浪费在亏损股票上的痛苦情绪会逐渐降低。与之前相比，投资者后来对出售亏损股票的沮丧心理就不会那么严重。

当投资者决定要出售亏损股票时，他们可能倾向于一天内售出多只亏损股票。投资者如果将这些亏损股票一起卖出可以整合亏损，因此就相当于只经历了一次懊悔的感觉。换句话说，人们会将这些单独的亏损股票账户结合起来，然后将它们一起卖出，以使懊悔心理最小化。相反的是，投资者一般会分几天来完成出售盈利股票的行为，以延长这种良好的感觉。索尼娅·利姆（Sonya Lim）研究了1991—1996年间50 000家经纪账户的出售股票行为（425 000个交易）。她发现投资者很可能在同一天内出售多只亏损股票。相反，投资者在一天里已经卖出一只盈利股票，那么他们在同一天内售出另一只盈利股票的可能性就很小了。她得出这样的结论："投资者可以通过一次一次享受收益的乐趣，来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



使自己的幸福感达到最大化，然而却是通过整合所有亏损而不是单个亏损，来使自己的痛苦最小化。那么是否有可能将出售盈利股票和亏损股票的行为整合起来以减少懊悔情绪呢？期望理论（见第3章）谈到遭受亏损的痛苦要比收益的乐趣程度高。因此，如果遭受亏损的痛苦大于收益的乐趣，那么投资者就应该分几天来出售亏损股票。如果遭受亏损的痛苦小于收益的乐趣，那么投资者就会将它们合并起来在同一天售出。

心理会计的狭隘性特点也可以解释如下现象：虽然股市的平均收益率较高，但还是有那么多人不愿意投资股票市场。股票市场风险与投资者的其他经济投资风险几乎没有关系，例如劳动收入风险和房价风险，因此，即使增加小额的股票市场风险，也会使整个经济风险分散化。然而，人们通常用隔绝的观点看问题，这就使股市风险比劳动收入风险和房产风险大得多。

例如，401（k）养老基金中的资产分配情况。对某个大型公司将近7 000个账户的调查显示这些分配都有点极端。图5—1显示48%的参与者没有将钱投入股票，而另外的22%将所有的钱都投入股票中。总之，70%账户的资产组成都不够分散。与从投资组合的角度做出的决策相比较，这些分配似乎都与心理会计更符合。

心理会计还会影响投资者对投资组合风险的感知。忽视各项投资之间互动的趋势，会导致投资者误解在现有投资组合中增加一只证券的风险。下一章描述了心理会计如何一层一层建立投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



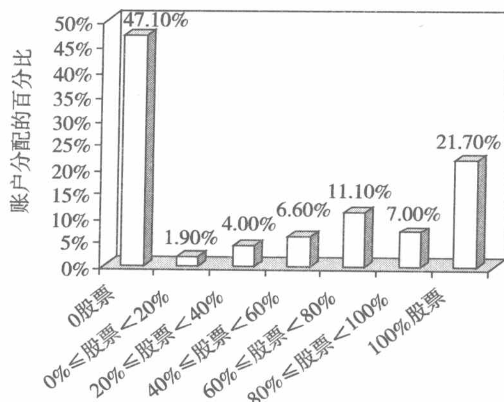


图5—1 养老金计划中投入股票的情况

组合。每一层都代表满足不同心理账户的一个投资选择。这种心理会计过程使投资者可以单独实现每个心理账户的目标。这样的话，就无法实现最佳投资组合理论所谈到的分散化的收益。事实上，人们一般不会想到投资组合的风险。选择看看这个情形，金融顾问建议自己的客户应该投资风险更大一些的股票，来为自己退休以后多存一些钱。如果问道："你是愿意自己的一部分钱冒更多的风险，还是所有的钱少冒一些风险？"人们一般都会选择前面一种情况，因为这与心理账户一致，而后一种情况与现代最佳投资组合理论一致。

对市场的影响

心理会计奠定了将不同投资置于不同账户的基础，每项投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



都是单独的个体。每个心理账户的参考值决定了现有股票是盈利还是亏损。接着，心理会计过程可能会产生其他的心理偏差，例如趋向性效应（见第 3 章）。我们应该还记得趋向性效应促使投资者过早出售盈利股票，而过长地持有亏损股票，那么如果将心理账户与趋向性效应相结合，会对股价产生什么样的影响呢？

如果许多投资者都存在未实现资本盈利和未实现资本亏损，那么受到心理偏差影响的交易就可能扭曲一些公司的股价。马克·格林布莱特（Mark Grinblatt）和宾·韩（Bing Han）提出了异议。他们认为一个公司过去的正面消息以及股价上涨会产生更大的抛售压力，因为趋向性效应预测人们会出售盈利股票，这种出售行为会使盈利股票的价格低于其价值。相反，如果一个公司出现了负面消息，那么它的股票价格就会下跌，但是趋向性效应又使得投资者持有股票，以至于股票的价格高于其真正的价值。他们得出这样的结论：**“一般来说，过去盈利股票的价值偏低，而过去亏损股票的价值偏高。”**

如果过去盈利股票的价值偏低，那么它们在未来一段时间内的走势就可能持续看好，而价值偏低的亏损股票就可能在未来一段时间里仍然表现不佳。这种模式叫做“股票收益动力”。格林布莱特和韩指出动力模式是由于投资者受到心理会计和趋向性效应的影响而产生的。为了解释这一观点，他们评估了每只股票的未实现资本盈利（或亏损）的数目，这些股票可以通过整合过去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的价格和交易量来计算总的成本基准。成本基准是用来决定未实现资本盈利或亏损状况的参考值。与未实现亏损较高的股票相比，未实现盈利较高的股票每年的业绩要好 10% 。在控制未实现资本盈利和亏损之后，过去的收益率就无法再预测将来的收益率。他们认为所谓收益中的动力实际上是心理会计和趋向性效应的衍生物。平均来说，账面资本盈利的股票将来要比账面亏损的股票的收益率高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章 建立投资组合

若你已经拥有一个分散化的投资组合，其中包括大型国内公司股票、国际公司股票和固定收入证券。你正在考虑加入以下的投资：新兴市场股票、欧洲和东亚地区公司股票、高收益债券、房地产和国库券等。增加以上投资会对现有的投资组合的风险产生什么影响呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前一章详细探讨了投资者如何应用心理会计来追踪与每个账户相关的成本及收益。心理会计还会影响你如何看待投资组合。

现代投资组合理论

50年前，诺贝尔经济学奖获得者哈里·马科维茨（Harry Markowitz）曾经教过我们要将所有的投资看做一个投资组合。一名投资者应该将所有的投资结合起来，以求在可以接受的风险范围内达到最高的预期收益率。将投资整合成一个投资组合的行为要求投资者将投资组合分散化。虽然投资者喜欢投资分散化的观点，但是他们采取的分散化策略与马科维茨要求的并不相同。

要想用好投资组合理论，你必须要考虑每项潜在投资的三个重要特征。前两个参数是预期收益率和风险等级（通过收益的标准差来衡量），了解风险和收益的重要性对于投资者来说很容易理解。第三个重要特征是每个账户收益之间的相关性。相关性指的是每个账户如何与其他账户互动。心理会计使这些特征难以体现。

心理会计与投资组合

投资者通常将每项投资放在独立的心理账户。心理会计的结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



果之一就是割裂了每个心理账户之间的互动，这会对投资组合的建构产生不利影响。让我们来看看最近动荡的股市。股票往往在一天时间内就经历了暴涨或暴跌的情况。现代投资组合理论指出如果将不同的投资结合起来，就可以降低这种波动性。通过比较不同的投资项目，就可以建立一个低风险的投资组合。

例如，图 6—1 中的股票 A 和股票 B 的收益率随着时间发生的变化都基本相同。两只股票都经历了大涨、大跌，但是当股票 A 上涨的时候，股票 B 一般都是下跌。因为股票 A 和股票 B 通常呈相反的方向运动，所以如果同时买入两只股票就可以降低投资组合的风险。也就是说，你拥有两只股票的投资组合比你只拥有股票 A 或股票 B 的波动性要小一些。

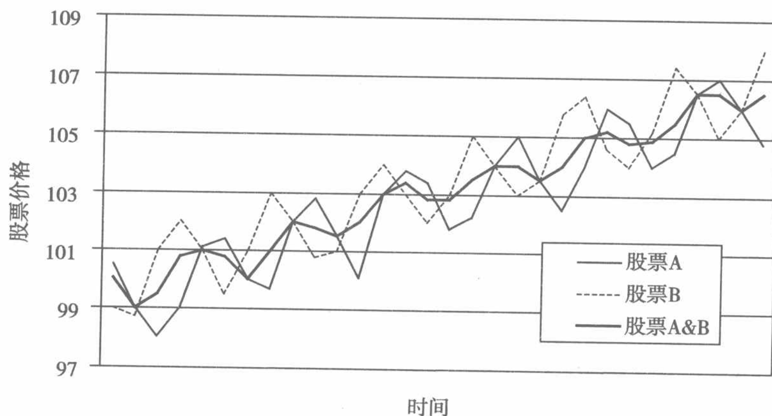


图 6—1　将股票组合成投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然而，建立一个风险较低的投资组合（从现代投资组合理论的角度看）就意味要考虑到不同投资之间的互动，不幸的是，投资者通常将每项投资看做独立的心理账户。由于心理账户的存在，建立投资组合和降低风险最有用的工具——投资之间的相关性——就难以得到有效利用。

相反，投资者建立投资组合的方法是单独对每项投资做出购买决策。通常情况下，投资者选择投资项目的方式就好像在冷餐会上挑选食物。他们可能这样对自己说："这个看起来不错""我觉得应该要点那个""可能这个也得要一点""这个我好像听过"。买入一只新的证券以及打开一个新的心理账户的决策并不包括投资项目之间的相关性，因为每个心理账户之间的投资并不发生联系。

风险感知

将每项投资看成一个独立的心理账户会导致投资者对风险的感知发生错误。投资者评估每个潜在投资的方式好像他们就总共只有一项投资，然而，大多数投资者已经有了一个投资组合，并将其他投资视为在这个投资组合中增加投资的行为。因此，评估最重要的一个方面就是当加入一项新的投资时，投资者的预期风险和收益率是如何发生变化的。换句话说，也就是新的投资是如何与现有的投资项目相互影响的。不幸的是，人们在评估心理账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



户间的相互影响时存在困难。看看以下的例子。

> 你拥有一个分散化的投资组合，其中包括大型国内公司股票、国际公司股票和固定收入证券。你正在考虑加入以下的投资：商品、公司债券（高等级）、新兴市场股票、欧洲和东亚地区公司股票、高收益债券、房地产、罗素 2000 成长型指数股、小盘股票和国库券。增加以上的投资会对现有投资组合的风险产生什么影响呢？

笔者分别让修了投资学课程的 45 名本科生和 27 名研究生以及投资俱乐部成员根据对投资组合的风险承受水平将这九项投资分类。请注意这项试验的参与者并不知道收益率、风险和相关性等信息，他们必须根据自己的知识和经验来做出决策。图 6—2 显示了这三个小组的调查结果。

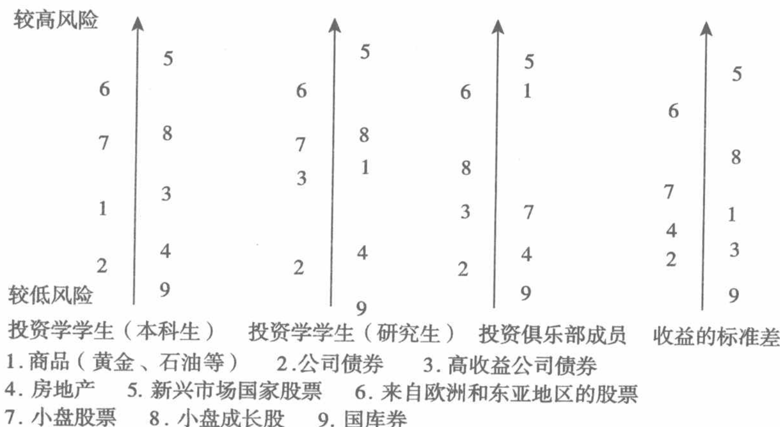


图 6—2　投资者眼中不同投资的风险状况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



受访者一致认为国库券和公司债券的风险最小，而房地产、商品和高收益债券的风险较高，小盘股票和外国公司股票是风险最高的。请注意投资者对于每项投资对现存的投资组合风险的贡献率的排名相似。最后一组排名是根据1980—1997年各项投资的月收益率计算出来的。标准差是衡量投资风险的一个好方法。三个不同的小组对这些投资的排名顺序和风险贡献率与使用标准差衡量出来的风险排名是基本一致的。

然而，标准差衡量的仅仅只是投资的风险，却没有显示出增加投资项目对投资组合风险产生的影响。还记得前面的一个例子吗？股票 A 和股票 B 的风险一致，如果将它们整合成为一个投资组合就可以减少风险。重要的不是每项投资的风险等级，而是每项投资如何与现有的投资组合互相影响。看看图6—3。

图6—3 描述的是每项投资的月收益率标准差与对现有投资组合的风险贡献率的对比关系。这种关系用 Beta 系数来表示。Beta 值大于 1 表示的是该投资会增加投资组合的风险。Beta 值小于 1 指的是增加该投资会降低投资组合的风险。

请注意，图6—2 中的最后一个风险排名就是图6—3 的 y 轴。由于心理会计的存在，投资者将在投资组合中增加一项投资的风险看做是每项投资自身的风险（标准差），但是投资对投资组合的真正贡献率是由 x 轴表示出来的。图6—4 表示的就是 x 轴——投资与现有投资组合之间的互动关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



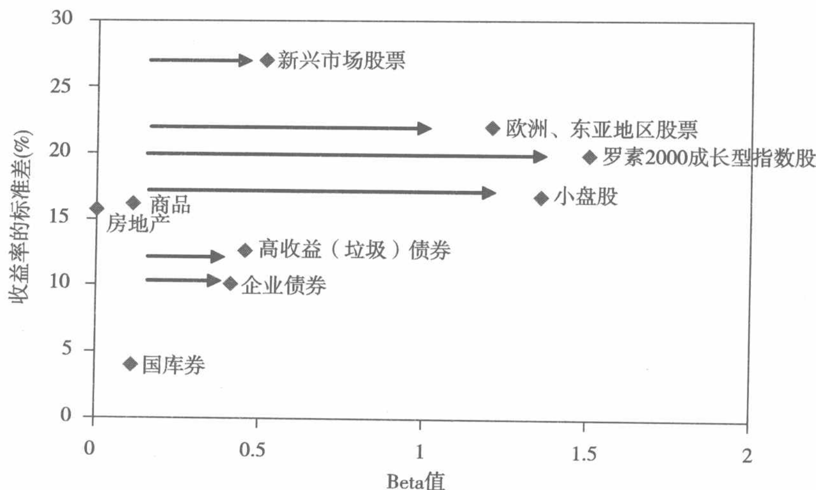


图 6—3 投资风险和对投资组合的风险贡献率

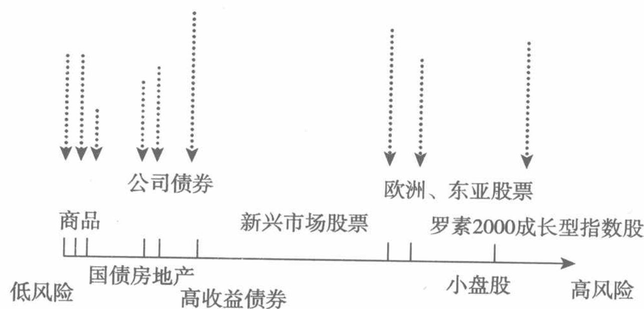


图 6—4 加入投资品种后投资组合风险的变化

图 6—4 指出如果你想降低投资组合的风险，那么你就应该增加房地产和商品两种投资。你是否觉得奇怪呢？小盘股票和罗素 2000 成长指数股增加了投资组合的风险。根据受访者的观点，新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



兴市场股票是以上例子中风险最大的，但是，如果将新兴市场股加入投资组合，经过与现有投资组合的互动之后，它反而会减少投资组合的风险。

现实世界中的风险感知

公共养老金计划向我们阐释了因心理会计而产生的错误感知是如何影响投资组合的。公共养老金计划是针对一些公共雇员（如教师、警察、国家和城市事业单位工作人员）的退休计划。国家或当地政府每年都要留出一笔钱来投资，并最终用做雇员的退休收入。政府会雇佣专业的资金经理将这些钱进行投资，但是政府一般将投资限制在特定证券上，以限制投资组合的风险。由于受到心理会计的影响，这些政府官员趋向于使用每种证券的单独风险（见图6—3）而不是相互联系的风险效应（见图6—4）来做出决策。

政府金融官员联盟调查了1999年的公共养老金计划，他们就养老金计划的投资限制问题做了调查。共有211项养老金计划做出回应。图6—5显示的是房地产、公司债券甚至外国股票都可以减少投资组合的风险。然而，14项计划表示不能投资房地产，8项计划不能投资公司债券，19项计划不能投资外国证券。许多计划还有其他的一些限制，例如限制投资房地产、公司债券和外国证券的数额不能超过投资组合总额的5%。有趣的是，有三项计划甚至不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资美国股票。那些政府机构的决策者真应该看看这本书。

建立行为投资组合

投资者愿意将自己的投资分散，但是他们却没有按照投资组合理论来建立投资组合，他们又是怎样建立投资组合的呢？

赫什·谢夫林（Hersh Shefrin）和迈尔·斯塔特曼（Meir Statman）向我们展示了由于受到各种心理倾向的影响，投资者如何将投资组合视为由资产组成的金字塔。金字塔的每一层都代表了要满足某个目标的资产。来看看图 6—5 中的金字塔。

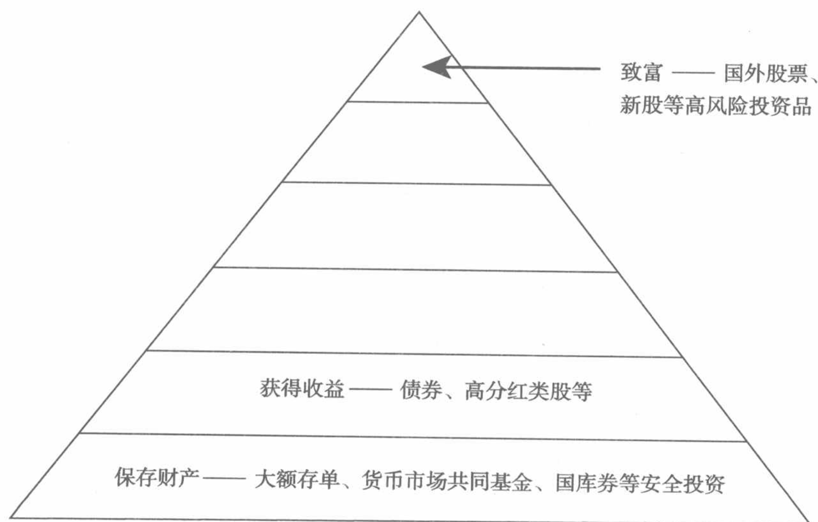


图 6—5　描述行为化投资组合的金字塔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人们为每项投资目标都建立了独立的心理账户，且投资者愿意为不同的投资目标承担不同的风险。投资者通过寻找与心理账户的预期风险和收益率相匹配的资产品种来为每个心理账户寻求投资方式。

首要的，投资者有寻求安全的目标。因此，他们将足够的资产投入最安全的一层（也就是金字塔的底部），这是心理账户的需求。能够承担更高预期收益率和风险的心理账户就可以将资产分配到另外更合适的那一层。例如，退休的投资者需要投资收入，这就决定了要将资产投入具有高股息的债券和股票的层面。在满足这个收入目标之后，退休者的下一个目标就是抵制通货膨胀，那么这名投资者就会将资产投入成长股。

每个心理账户都会用一定数目的资金来满足特定的目标。要求安全的心理账户的数目决定了在安全投资项目上要投入的资金数额。相反，一些心理账户设定的是“致富”目标。总的来说，一名投资者建立的投资组合内的资金分配，是由心理账户对每个资产级别的要求决定的。没有许多安全目标的投资者会将大部分的钱投入高风险的证券中去。有更强烈的安全及收入目标的投资者就会在金字塔相应的层面上有许多对应的证券。

来看看投资者的平均情况。平均来说，将资产投入401（k）养老金计划的投资者的投资是比较分散的。因为401（k）养老金计划满足了退休后收入的目标，金字塔的下一层就应该是提高退

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



休后的生活水平，以及为子女的大学教育存钱。共同基金投资就非常符合这个要求。

在金字塔的更上层，人们投资的目标是致富。投资者可以利用折扣经纪账户来满足这个目标。折扣经纪账户拥有的平均股票数量是三个，且投资者每年平均交易三次。如果这种分散程度较低的投资占投资者财富的一大部分，就可能会出现问题了。这些不同的目标和心理账户的结果就是大多数的投资者到后来都会有很多小型投资组合。投资组合的总体结构以及变化都是由投资目标及相关心理账户的分布所确定的。结果，投资者的投资分散化就来自投资目标的分散化，而不是有意的资产分散化，这正好与马科维茨所描述的投资组合理论是一致的。

最终，这意味着大多数投资者都还没有有效的投资组合。因此，投资者在得到预期收益率的时候承担了太大的风险。另一种说法是，投资者可以从自己现在所承受的风险中获得更大的收益率。

家庭投资组合

前面已经用经纪账户和退休金计划的具体数据阐释了投资者的投资行为，但要想了解每个家庭采取的投资分散化策略，就要研究家庭金融资产的整体投资组合。每隔两年，联邦储备委员会就会展开消费者财务调查，他们调查了大约 4 000 户普通投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的金融资产。

瓦莱里·博克维尼新科（Valery Polkovnichenko）利用1983—2001年的消费者财务调查结果，对家庭的分散化投资组合进行了调查。他发现投资者的许多行为都是源于其为满足单独的目标而对资产进行分别投资的结果。例如，每个家庭的投资行为代表的是规避风险的行为，同时也是寻求风险的行为。他们投资了分散化的投资组合，投资组合包含共同基金和只有几只单独股票的单一股票组合等。选择看看金融资产在100 000～1 000 000美元之间的家庭投资者。在过去的几年里，10%～15%的家庭没有投资股票（不论是直接投资还是通过基金间接投资）。对于投资股市的家庭，他们平均用金融财富的15%投资股票，而这些股票投资组合中仅有四只股票。平均来说，这些家庭金融财富的49%通过共同基金和养老金计划投入了分散化的股票投资组合。

请注意，这种行为与投资行为金字塔中两个不同层面的做法相一致。**一个分散化的资产投资组合是获得退休后比较富裕的生活的理想选择**。当然，这种投资组合无法达到暴富，毕竟我们无法在几年的时间里通过分散的投资组合获得1 000%的收益率。如果要想暴富，可能只能通过建立单一的投资组合或买彩票，尽管这些做法成功的几率微乎其微。投资四只股票的做法就相当于孤注一掷想要暴富的欲望。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



初级分散化投资

虽然投资者在做出投资决策的时候应该考虑整个投资组合，但是他们通常在一个狭小的范围内做出决策。例如为退休后的生活进行的投资。你的部分资产在 IRAs 和 401（k）养老金计划等退休计划中，而其他资产不在这些计划中。假设最佳的投资组合包括 50% 的股票和 50% 的债券，那么你可能会将退休计划中的一半资金投入股票，另一半投入债券，但是，这并不是最佳的资金分配方法，因为你必须要为退休计划之外的资产收入（例如债券）缴纳税款。

更好的选择应该是将资金投入退休计划以内的债券，而购买退休计划以外的股票。这样整个投资组合仍然是 50% 的股票加 50% 的债券，但是你每年要缴纳的税款却减少了。然而，投资者却很难这样进行投资，因为退休金中债券的保守分配不能与他们的投资目标相匹配，这可以从退休金心理账户中看出。

养老金计划

401（k）养老金计划是投资者的心理账户以及初级分散化投资的一个很好的例子。雇员对 401（k）养老金计划可以提供多种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



选择。例如，一种选择包括一项债券基金和三项股票基金，而另一种选择包含一项债券基金和一项股票基金。那么雇员们会怎样选择投资呢?

雇员倾向于使用一种“1/*n*”原则来使他们的401（k）养老金计划的投资分散化。有句古老的谚语说道：“不要将所有的鸡蛋放在同一个篮子里。”但是那句谚语却没有告诉我们应该如何放这些鸡蛋。我们是不是应该将鸡蛋平均放在几个不同的篮子里呢?如果有三种401（k）养老金计划的投资方案可供选择，我们是不是应该将钱平均分配到三种方案中去呢?

有趣的是，不管他们面临的选择如何，以上情况通常都会发生。例如，该计划提供给TWA航空公司飞行员的选择就包括五种股票基金和一种债券基金。如果这些飞行员采用“1/*n*”原则，我们可以预测到投资组合中83%（5/6）的资金投入股票。事实上，这些飞行员平均将75%的钱投入股票，这比57%的全国平均比例要高得多。加利福尼亚大学的员工可以选择一种股票基金和四种债券基金，其中只有34%的资金投入了股票。这种情况显示至少有一部分雇员采用的是初级分散化投资的“1/*n*”原则。当面临许多可供选择的投资方式时，雇员们通常就是从中选出三四种，并将资产平均分配一下再投入到这些选择中去。

另外一个例子是401（k）养老金计划中公司股票的心理会计。雇员似乎将他们自己工作的公司股票与其他公司的股票区别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对待。1995 年约翰·汉考克金融服务公司（John Hancock）进行的一项调查显示大多数雇员都认为投资自己公司的股票比一个分散化的投资组合要安全。有趣的是，几年以后安然公司的情况向我们展示了投资自己公司股票的风险有多大。许多大型公司的 401（k）养老金计划中 50% 的资产都投资于自己公司的股票。事实上，500 万雇员将他们账户中资金的 60% 投入自己公司的股票。

本公司股票是 401（k）养老金计划中最常见的投资选择。在对 170 个不同公司的 401（k）养老金计划的调查中，肖莫·贝纳茨（Shlomo Benartzi）和理查德·泰勒（Richard Thaler）发现 103 种养老金计划中包含了本公司的股票。在不包括公司股票的 67 项养老金计划中，雇员将 49.2% 的资产投入股票。这种五五分的分配方式比较常见。但是，可以选择本公司股票的雇员当中，他们平均将自己 42% 的资产投入本公司的股票。如果投资者想把资产平均分配投入到股票和债券中，他们就应该将剩余资产中的大部分投入债券，然而，他们并不这样做，而是将剩余资产平均分配投入股票和债券。通过这种方式，养老金计划中拥有公司股票的雇员平均将自己投资组合中 71% 的资产投入股票。这些投资者将本公司的股票放入自己的心理账户，他们似乎认为本公司的股票与其他股票并不相关。

传统的金融理论工具（如现代投资组合理论）能够帮助投资者建立有效的投资组合，以使自己的财富最大化，且将风险控制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在可以承受的范围内，然而，心理会计却使投资者难以应用这些工具，相反，投资者使用心理会计来实现不同资产分配的投资目标。**投资者使自己投资组合分散化的方法，就是对所有可供选择的项目都投资一点，而不管自己的这些投资选择是什么类型。**

即使是那些克服了心理会计的倾向性并且有效地采用现代投资组合理论的投资者也常常怀疑自己的做法。整合相关性较低的不同类别资产的做法，意味着投资者持有的一种或一种以上的资产类别可能一致都表现得不是太好。对那些相信分散化投资组合理论的投资者来说，他们也发现自己似乎一直在投资一些表现不佳的资产类别，因而不愿再这样投资下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章 代表性思维与熟悉性思维

人们往往将一个好的公司与一项好的投资相混淆。好公司指的是一个公司大规模盈利、销售快速增长以及管理有序；而好的投资指的是该股票比其他股票上涨的都快。那么一个好公司的股票就一定是好的投资吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



心理学家的研究显示大脑一般使用捷径来简化分析信息的过程。这些捷径使大脑可以在完全掌握这些现存信息的情况下产生一个大概的答案。捷径的两个例子就是代表性思维方式和熟悉性思维方式。大脑利用这些捷径可以组织并迅速处理大量的信息。然而，这些捷径也让投资者难以正确分析新的信息，这就可能导致错误的结论。

代表性思维

大脑一般会假定，拥有相似特征的事物就是相同的。代表性思维就是基于固定思维模式的判断。看看以下的例子。

玛丽是一个文静、勤奋并且关心社会问题的女孩。她本科就读于伯克利大学，主修英语语言文学和环境学。了解这些信息后，看看以下三种工作中，她最可能从事哪种工作：

A. 玛丽是图书馆的管理人员。

B. 玛丽是图书馆的管理人员，同时也是山地俱乐部的会员。

C. 玛丽在银行部门工作。

笔者就此问题询问了主修投资学的本科生、工商管理硕士以及金融顾问。三组被调查对象中，都有一半以上的人选择了B，即玛丽是图书馆的管理人员，同时也是山地俱乐部的会员。人们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



选择这个，是因为这两项工作是勤奋且关心社会问题的人会选择的代表性工作，但是问题问的是哪一种工作的可能性更大，而不是哪一种工作让玛丽更开心。

答案 A 的可能性比答案 B 更大，因为如果玛丽是图书管理员和山地俱乐部成员，那么她就一定是一名图书管理员，也就是说，答案 A 是答案 B 的一部分，因为答案 B 包括了答案 A，所以答案 A 的可能性就更大一些。1/3 ~ 1/4 的被调查对象认识到了这一点，所以他们选的是答案 A 而不是答案 B。

但是，最好的选择其实是答案 C——玛丽在银行部门工作，因为在银行工作的人要远远多于在图书馆工作的人。事实上，许多人在银行相关部门工作，所以一个人在银行机构工作的几率要比在图书馆工作的几率大得多，但是，因为在银行工作与之前对玛丽的描述不相符合，也就是说不代表我们大脑的思维捷径，所以很少人会选择答案 C。

代表性思维与投资

人们在金融市场也可能会犯代表性思维错误。例如，人们往往将一个好的公司与一项好的投资相混淆。好公司指的是一个能大规模盈利、销售快速增长以及管理有序的公司；而好的投资指的是该股票比其他股票上涨得都快。一个好公司的股票就一定是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



好的投资吗？答案可能是否定的。

按照公司过去的持续收入增长对股票进行分类，忽视了这样的一个事实：很少有公司能在过去一直保持高速的增长。但是，高速增长的公司的股票很受大众欢迎，这就使其股票价格被抬高了。**随着时间的推移，投资者会发现自己原先对未来增长的预测过于乐观，接着股价开始下跌，这就是所谓的“过度反应”。**

三位金融经济学家研究了这一问题。约瑟夫·拉克尼斯克（Josef Lakonishok）、安得瑞·史利福（Andrei Shleifer）和罗伯特·维斯尼（Robert Vishny）（以下简称 L，S&V）研究了通常被投资者认为是成长股的股票市场的一些表现。他们将成长型股票贴上“热门股”的标签。表现最差而且增长后劲不足的股票被贴上“价值股”的标签。投资者认为成长型公司就是公司业务持续上升的公司。L，S&V 计算了过去五年所有公司销售业绩的平均增长率。平均增长速度居前 10% 的公司股票被称作“热门股”，而平均增长速度居后 10% 的公司股票被称作“价值股”。投资者下一年应该选择“热门股”还是“价值股”呢？下五年呢？

L，S&V 利用纽约股票交易所和美国股票交易所 1963—1990 年所有股票的数据得到了如图 7—1 的结果。如果你买入热门股，那么下一年的收益率是 11.4%，而如果买入价值股，下一年的收益率是 18.7%。下五年热门股的平均总体收益率是 81.8%，而价值股的收益率是 143.4%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



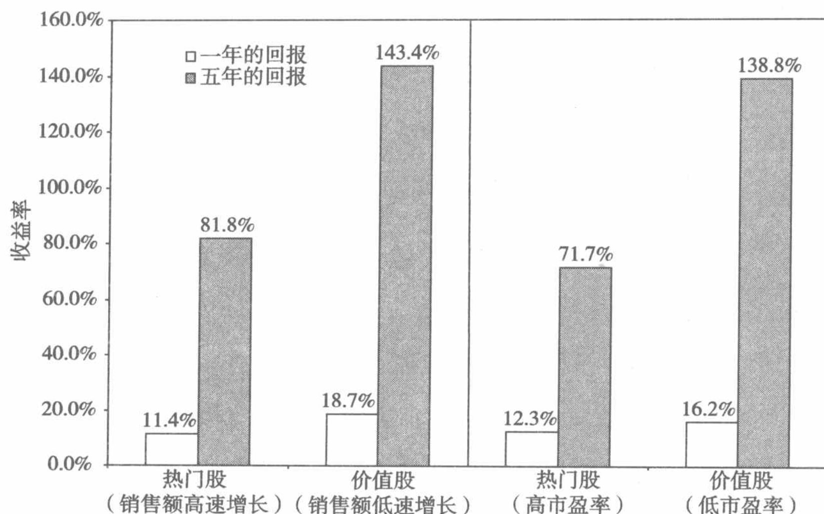


图 7—1　热门股和价值股一年与五年的收益率

资料来源：Josef Lakonishok，Andrei Shleifer，and Robert Vishny，"Contrarion Investment，Extrapolation，and Risk，" *Journal of Finance* 48（1994）：1541—1578.

衡量热门股和价值股的另一种方法是市盈率。市盈率高的公司股票比市盈率低的公司股票更加热门。表现好的公司并非总是好的股票。投资者常常错误地认为过去业绩好的公司一定代表将来的业绩好，却忽视了不符合这种观点的那些信息。过去业绩好的公司不会永远表现很好，正如过去业绩差的公司也不会永远表现很差。

当投资者考虑股票过去的收益率时，也犯了这种推断性错误。例如，过去 3～5 年一直表现较差的公司被称作"输家"；相反，过去3～5 年一直表现较好的公司被称作"赢家"。投资者往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



往猜测过去的收益率也代表了他们将来期望得到的收益率。投资者喜欢追逐那些“赢家”股票或者是购买价格正在上升的股票，但是买入“输家”股票在接下来的三年内比买入“赢家”股票的收益率要高30%。共同基金的投资者也会犯同样的推断性错误。列在杂志和报纸上的最近表现前五名的共同基金往往会吸引大批新的投资者，这些投资者也是在追逐“赢家”。

事实上，这种投资方式非常流行，它还有自己的名字：“势头投资”（momentum investing）。**采用“势头投资”的投资者一般会寻求那些在过去一周、一个月或者一个季度表现较好的股票和共同基金。势头交易员则寻求在过去几个小时或者几分钟内表现较好的股票和基金。**媒体又加剧了这种偏差的影响。例如，《华尔街日报》每天都会报道前一天增幅最大的股票，而CNBC则报道当天股价变化最大的股票。

即使是金融学教授也会受到代表性思维偏差的影响。伊沃·韦尔奇（Ivo Welch）对金融经济学教授的投资行为进行了多项调查。第一系列的调查在1997—1998年间展开，然后在1999年又进行了另一项调查。请注意，这些调查是在大熊市的时候进行的。其中的一个问题问的是未来30年的预期股票风险溢价，回答的平均值是7.2%。另一个问题单独问到了股票市场收益率的平均返还率与随机性的关系。参与调查的教授们倾向于认为股票市场的返还率一般。韦尔奇还调查了市场环境大不相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



同的 2001 年的市场情况。当时标准普尔 500 指数从最高点下降了大约 25%。之前的观点认为股票收益率的返还率一般，但是在股市下跌之后，我们认为回答者可能会期望获得更高的股票溢价。然而，30 年的年平均股票风险溢价仅为 5.5%。请注意，这个数字远远低于仅在三年前给出的估计。虽然最新估计比原来的估计大约只低了两个百分点，但是他们却强调了股票市场的返还率不高这一观点。然而，他们的估计与自己的观点并不一致。他们的回答遵循这样一个观点：最近的估计就代表了将来的情况。

总的来说，投资者认为一个公司过去的业绩和股票过去的表现情况就代表了将来的预期表现。不幸的是，从长期来看，公司通常倾向于保持平均增长水平。也就是说，那些快速增长的公司发现竞争日趋激烈之后，会放慢发展的速度。这样，就会使投资者感到失望，因为股票的表现没有像他们预期的那样好。

熟悉性思维

人们一般更愿意接受自己熟悉的东西。就像球迷一般会对当地的球队比较青睐，雇员一般也更愿意购买自己公司的股票。这是因为当地的球队和自己所在的公司都比较熟悉。假设两个赌博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



游戏中获胜的几率是一样的，但是人们对其中的一个赌博比另一个更熟练，这样人们通常会选择更熟练的那个。事实上，即使这个赌博的获胜率更低，他们一般也会选择更熟悉的赌博游戏。

熟悉性思维与投资

对于美国的投资者来说，可供选择的股票和债券有成千上万种，此外，他们还可以选择外国的股票和债券。那投资者是怎样选择的呢？他们是否分析了每项投资的预期收益率和风险呢？不，投资者一般只是选择那些自己比较熟悉的证券进行投资。似乎投资一个自己可以看得见的公司会让投资者心里更舒坦一些。

例如 AT&T 公司的解体。1984 年政府打破了 AT&T 公司对当地电话业务的垄断，取而代之的是七个区域电话公司，也就是我们所知的“微型贝尔电话”。AT&T 公司解体 12 年之后，格尔·休伯曼（Gur Huberman）调查了这些微型贝尔电话的持有者，他发现与其他地区的电话公司相比，投资者更愿意投资当地的电话公司，也就是说，他们觉得投资自己熟悉的公司会比较安心。选择当地公司进行投资的偏好也会影响到投资经理的行为。

投资熟悉公司的倾向性导致了投资者将大量的资产投入本国公司，这与分散化投资的传统观点并不一致。投资者有“恋家情结”，因为与外国公司比起来，他们对自己国家的公司更熟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



悉一些。

图 7—2 阐释了这种“恋家情结”。美国股市占全球股票市值的 47%。日本和英国的股市分别占全球股市的 11% 和 8%。因此，如果要将一个股票投资组合分散化，投资者就应该将投资组合中的 47% 分配到美国公司的股票，11% 分配到日本公司的股票，而 8% 分配到英国公司的股票。事实上，传统的投资组合理论就建议所有投资者都采用这种分配方式。

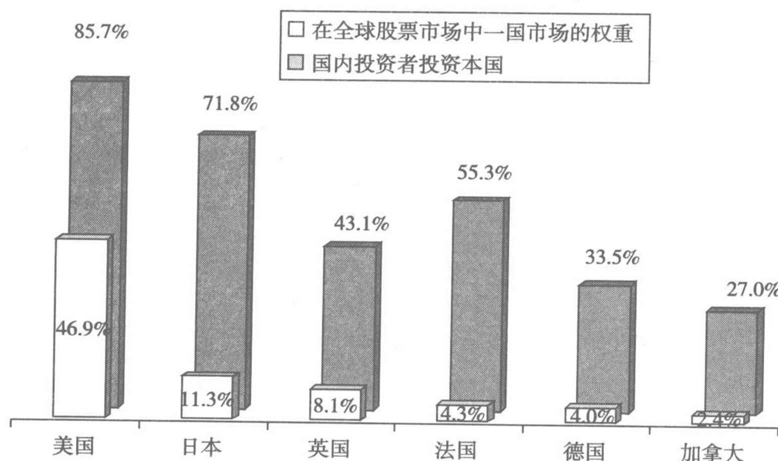


图 7—2　本国股票市场市值占全球市值的比重（前排）和国内投资者投资的本国公司股票百分比（后排）

现实中投资者是否会采用这种分配方式呢？不会的。拥有共同基金和股票投资组合的美国投资者将 86% 的资产投资到美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国股票，而不是如投资组合理论预期的47%。日本共同基金中72%投入日本公司的股票，而英国的基金投资者则将投资组合中的43%投入英国股票。这些数据表明投资者倾向于购买自己比较熟悉的公司的股票，而人们一般都对外国公司不是那么熟悉。

当人们确实将一部分资金投入外国公司的时候，他们会选择什么样的外国公司呢？他们会首先选择自己比较熟悉的外国公司，这就是那些产品认可度较高的大型外企。例如非日本投资者会选择购买大型日本公司的股票。能够吸引非日本投资者的较小型的公司就是那些出口量较大的公司。也可以看看英国投资者的情况。图7—2显示德国共同基金投入本国股票的比例较小，那么当他们投资外国公司的时候会怎样选择呢？图7—3阐释的是德国共同基金中投资最多的六个国家。请注意，他们对外国公司的投资与世界范围的股票比例并不一致。他们投入美国公司股票的比例为13%，而美国的全球占有率为47%。德国公司投入法国公司股票的比例与美国股票差不多，虽然法国公司只占了全球股票市值的4%。这种对某些国家过度投资而对另一些国家投资不足的行为也叫做“外国情结”。德国投资者对于地理上与本国临近的和文化相似的国家有过度投资的倾向；而对于像日本这样距离较远的国家（包括地理上和文化上的差距），德国投资者则普通投资不足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



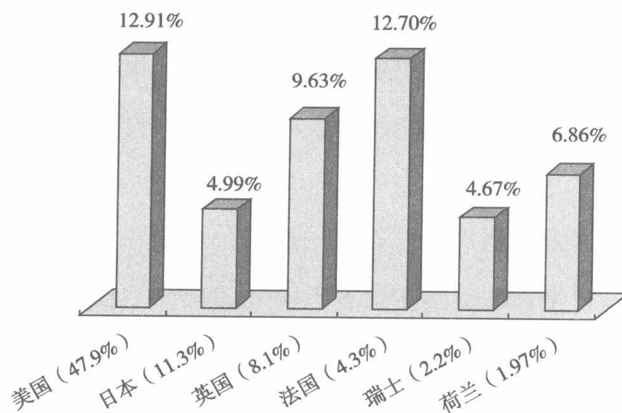


图 7—3 德国基金投资于外国公司股票的情况；

世界股票市场占有率（括号中的比例）

第 6 章向读者阐释了投资者一般不会按照现代投资组合理论来建立自己的投资组合。如果投资者在建立投资组合的时候能够用现代投资组合理论，他们就可能持有更多的外国股票。确实，投资者分配给外国公司股票的比例很少这一事实暗示了他们认为投资外国资产的风险比其历史水平高 2 ~5 倍。投资者还认为，就收益率而言，自己熟悉的资产比不熟悉的资产要高。

美林公司（Merill Lynch）调查了全球范围内的基金经理的投资行为。来自欧洲大陆的基金经理预测本国公司的股票收益率比英国、美国和日本公司都要高。同时，英国基金经理则预测自己本国的收益率是最高的。总的来说，投资者总是认为本国公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票比外国公司的股票上涨得快。熟悉性偏差导致投资者对自己公司的股票过于自信，因此对它们的预期收益率和风险的估计也过于乐观。同样，对于不熟悉的股票的风险和收益率的预测也过于悲观。

美国投资者会选择自己熟悉的外国公司，并且更偏好投资本国的公司。在本国的公司中，投资者还会向当地的公司倾斜。例如，可口可乐公司的总部设在佐治亚洲的亚特兰大。佐治亚洲的投资者持有可口可乐公司16%的股份，而这些投资者大部分就住在亚特兰大。可口可乐公司的产品销往全球，但是拥有公司大部分股份的却是对公司最熟悉的投资者。

职业基金经理也倾向于投资比较熟悉的公司。虽然职业投资者可以接触到大量的信息来源和分析工具，他们还是倾向于投资当地的公司。即使对于当地的小公司和高风险的公司也是如此。平均来说，职业基金经理投资的公司的总部比别的美国公司离其办公室近100英里左右。

熟悉性思维投资产生的问题

你最熟悉的是哪些公司呢？一般情况下，人们对自己所工作的公司是最熟悉的，这种熟悉会导致公司雇员将自己的养老金投资在公司的股票上。例如，在401（k）养老金计划中，公司允许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



员工将钱投资到一项分散化股票基金、一项债券基金或是货币市场，另外一个比较常见的投资选择就是公司股票。

传统的投资组合理论指出员工应该将退休资产进行分散化投资，也就是根据他们能够接受的风险程度，分别投入分散化股票、债券或货币市场基金。选择公司股票的做法并不符合分散化投资的要求。设想一下，既然员工的劳动收入已经和公司绑定了，如果要进行分散化投资，那么他们就应该避免再将自己的金融资产投入公司。

如果你的工作和退休资产都和公司挂钩，你很可能会突然陷入困境。考虑一下像安然公司和环球电讯公司（Global Crossing）这样的公司员工遭受的困境吧。按照最高股价计算，安然公司员工的 401（k）养老金计划中有 60% 的资产投入公司的股票，而环球电讯公司的员工将 401（k）养老金投入公司股票的份额达到 53%。在公司宣布破产后，几千名安然员工的 401（k）养老金就损失了 13 亿美元。在安然公司和环球电讯公司破产之后，媒体报道了那些将退休基金全部投入公司股票的员工，他们一下子变得一无所有，而且许多人同时还失业了。

员工将退休资金投入公司股票的情况是不是很常见呢？在对美国 246 家大型公司的调查中，401（k）养老金计划的 42% 的资金投入到公司的股票。这种投资决策是员工自己做出的，他们之所以喜欢投资本公司的股票，就是因为对自己所在的公司要熟悉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一些。这种做法是十分危险的。

当你熟悉某种东西的时候，你对它的认识就可能出现偏差。球迷们通常认为自己喜欢的球队比其他球队获胜的几率要高一些。同样，也更倾向于自己熟悉的公司，因为他们觉得熟悉公司比不熟悉公司的收益率更高且风险更小。例如，美国人认为，美国股市的表现比德国股市要强一些，而德国人也认为德国公司的表现会更好一些。同样的道理，员工们认为投资他们老板的股票比股票投资组合更安全一些。

投资组合过于集中在一只股票上的行为也是非常危险的，然而，员工们却宁愿相信自己公司的股票。晨星网站向投资者提了这样一个问题："哪个更可能失掉一半市值，你们的公司还是整个股票市场?"事实上，与整个分散化投资组合相比，单个公司的股票更可能会经历这样的股价变动。但是，在做出回应的1 000多名投资者当中，只有16.4%的投资者认为自己公司的股票比整个股市的风险更大。在未接受过大学教育的被调查当中，仅有6.5%的投资者认为自己公司的股票比整个股市的风险更大。没有哪个单独的公司比整个分散化的投资组合（如股市）的风险更小，因此投资者对风险的理解受到了熟悉性思维偏差的影响。

大脑常常会运用熟悉性思维来评估投资，这会导致人们将过多的资产投入他们所熟悉的公司，最终，就导致了整个投资的分散性不足。总之，投资者经纪部将资金过多地投资于自己所在的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司、当地公司和国内公司的股票。

熟悉性思维偏差和代表性思维偏差的共同影响

员工们常常会同时犯熟悉性思维偏差和代表性思维偏差两种错误。来看看 401（k）养老金计划中的公司股票持有状况。在自己所在公司的股票上涨之后，员工往往倾向于买入更多的公司股票。对于在过去五年中股票增幅位于前 20% 的公司员工，他们将资产的 31% 投入公司的股票；而对在过去五年中股票增幅位于后 20% 的公司员工，他们仅将资产的 13% 投入公司的股票。401（k）养老金计划的实际资产分配行为表明他们用过去的股价走势（受到代表性思维偏差的影响）来决定是否买入本公司的股票（又受到熟悉性思维偏差的影响）。然而，却并不会因为员工是公司内部的人就拥有更多信息。平均来说，养老金高的公司其表现并不比养老金低的公司好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章 社会互动与投资

在看到别人纷纷入市的时候，我们常常经不住诱惑，盲目跟风，做出不理智的投资决定。例如在牛市见顶或熊市见底时，市场都会形成一种极度兴奋或压抑的氛围，这时投资者的心态往往被众人情绪所控制，形成了一种跟着别人跑的“羊群效应”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们通过与他人互动学习知识，并观察他人阐述观点的方式，但通常我们更沉醉于交谈这种社会互动方式，换句话说，我们喜欢聊天。人们常谈论有趣的事情、有意思的东西，甚至令人担忧的话题。交谈是获取信息和探测他人情绪反应的重要途径，并能帮助我们形成自己的观点。

在过去的20年里，我们关于投资的话题至少经历了一次巨大的转折，这类言谈的社会规范发生了翻天覆地的变化。不久前人们还尽量避免谈及投资，问他人的共同基金或谈论自己的股票都是不太得体的。

如今，有关投资的谈话随处可闻。你出去吃午饭的时候，总会看到电视上在播放1989年4月才刚刚成立的金融频道CNBC的节目。其他金融有线频道，如CNN的FN频道和布隆伯格电视台，在CNBC之前就成立了。今天，我们可以听到很多面向区域性和全国性的电台投资节目。社会规范的这种变化对我们的投资行为有重要的影响。越来越多的人都开始谈论投资，在他们的带动下，其他人对投资的兴趣也日渐浓厚。

社会的这一变化对投资水平影响巨大。1992年，31.6%的美国家庭都向养老金缴款（DC）计划投入了一定量的资金，截止到2001年，这个数字上升到了66.5%，2004年这个数字到了73.5%。在数不胜数的有关投资谈话的影响下，美国家庭制定了数量空前的投资决策。人们谈论投资越多，真正实施的投资行为也就越多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关于投资谈话的探讨

谈话实现了信息、意见和情绪的更快交流，这对股票和投资市场来说非常重要。股票经纪人与客户和其他经纪人进行交谈，分析师与主管和经理们打交道，由此形成了地区性的组织和协会，这些组织和协会之间也互相交流。为了共享信息，有组织的集体投资者会形成一些群体，而个人投资者则与家人、邻居、同事和朋友商量如何投资。

一项以 156 名高收入投资者为对象的调查显示：投资者对股票感兴趣的几率超过 50%，因为他们听别人提过股票。此外，调查还发现，新的投资者购买股票后会与公司中 20% 的人谈论公司的状况。

通过与人交谈可以获取信息并形成决策，因此擅长交际者比不擅长交际者更容易了解投资状况，这使擅长交际者投资股票或参与 401（k）养老金计划的可能性更大。一些研究人员研究了社交活跃家庭间的关系及参与股市的情况。社交活跃家庭的特点是家庭成员乐于与邻居交流且喜欢做礼拜。通过一项家庭健康与退休研究提供的 7 500 个家庭的调查反馈资料，调查者发现，与非社交活跃家庭相比，社交活跃家庭投资股票市场的可能性更大。如果一个社交活跃家庭居住在热衷投资股票的地区且这个家庭社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交活跃，那它投资股票的可能性更大。因此，如果一个人生活的圈子有投资者存在，社交互动的影响就会在他身上被放大。

社会环境

有句老话：物以类聚，人以群分。你的社交圈影响你的财富了吗？答案显然是肯定的。同伴群体往往具有相同的品味、兴趣及对相似生活方式的渴望。这种群体会根据其热衷的信仰形成社会规范，投资信仰也是这些社会规范的一部分。如果没有群体成员对投资的评价，谈话将很少（也许曾经）转变为投资谈话。另一个同伴群体可能常谈论股票。社会环境影响一个人的投资决策。

一个常见的例子是401（k）退休金（或其他养老金）计划中的投资参与情况。参加养老金计划可以享受税收优惠，因此这不失为明智之举。如果企业能按比例为员工缴纳养老金，那就更好了，但许多人（甚至是大部分人）并没有这样做。教育水平和工资水平是退休金计划参与度的决定因素，但社会规范也会影响他们的参与决策。

为了说明羊群效应的显著性，让我们看看436名大学图书管理员的养老金计划参与度。这些管理员在校园里11栋不同的楼内工作。图书管理员都受过良好的教育，此外，他们接受过获得信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



息的专业训练，按常理推测，图书管理员应该能做出明智的选择，参与到退休金计划中来。图 8—1 是这些图书管理员的养老金计划参与度，请注意参与度之间的巨大差别。其中一栋楼上 73% 的图书管理员参与了退休金计划，而另一栋楼只有 14% 。

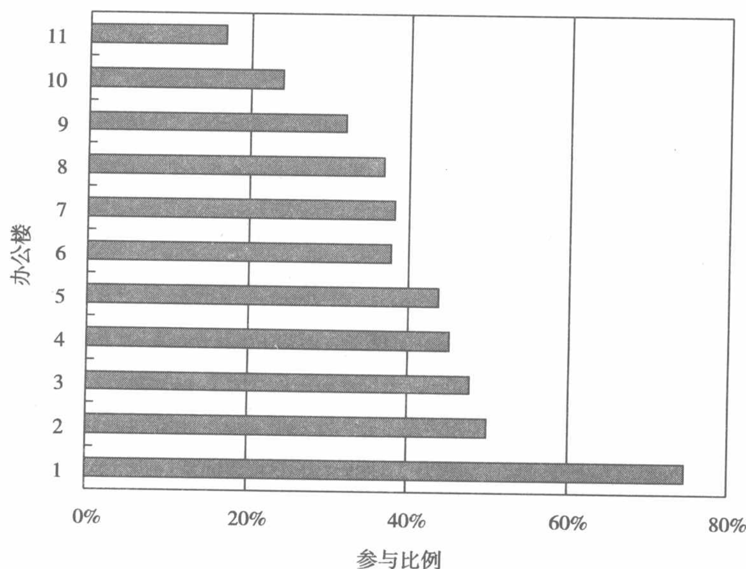


图 8—1　11 栋楼 436 名图书管理员养老金计划参与比例

图书管理员是高度同质化的群体，因此这种参与度的巨大差别是惊人的。每栋楼上的社会规范可以解释这种巨大差别。每个同伴群体的社交规范随着时间推移不断发展变化。在此调查中，一些楼上的社交规范喜欢评价退休计划，而其他楼的社会规范则相反。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资俱乐部

投资俱乐部飞速增长是投资社交化的一个例证。投资俱乐部由家庭成员、朋友、同事等组成，他们联合起来，把资金集中在一起投入股票市场。这种俱乐部通常由清一色男人或女人组成，每月开会一次，讨论要投资的股票。成员们每月都拿出一定数额的金钱（20～100美元不等），这些钱将被聚集起来投资。

全国投资者联合会（NAIC）的成立促进了投资俱乐部的发展。虽然并非所有的俱乐部都是NAIC的成员，但截止2000年底，这个组织已经有35 810个俱乐部，成员总数达537 150名。从1990年的7 087名俱乐部会员发展至今，取得了长足的发展。

投资俱乐部的表现

投资俱乐部表现如何？各种金融媒体多次报道，60%～66.7%的投资俱乐部业绩跑赢了市场。如果这个数字确切，考虑到多数共同基金通常做不到这一点，这个数字是很惊人的。

然而，这个数字可能不太确切，因为它来自NAIC每年一度的俱乐部抽样调查，这些调查存在一些问题。首先，这些俱乐部对其年收益率的计算不精确。其次，俱乐部对这种调查是如何回应的呢？如果你是俱乐部的主管，你对NAIC的这个调查如何回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



应？如果你所在的俱乐部的收益率很高，你会毫不犹豫地填好调查表，反之，你就不会填。追求自豪避免懊悔的心理会让你这么做（见第 3 章）。实际情况是，只有 5% ~10% 的俱乐部对 NAIC 的这个调查做出了反馈，可能这些俱乐部的收益率都不低，所以调查结果只反映了那些比较成功的俱乐部的表现（这是最好的情况），而并不能反映所有俱乐部的状况（这是最坏的情况）。

为了对俱乐部的表现有客观了解，有人通过一个交易商提供的 5 年内的数据，对 166 家俱乐部的持股情况进行了调查。如图 8—2 所示，结果不容乐观。在这 5 年期内，标准普尔 500 指数每年平均收益率为 18%，投资俱乐部每年总收益率为 17%，而扣除成本后的净收益率只有 14.1%，所以这些俱乐部的表现实际上不如市场。

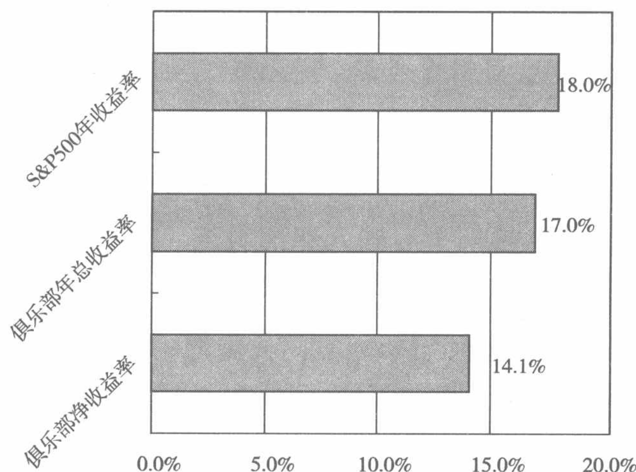


图 8—2　俱乐部表现与市场表现的比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



虽然媒体报道认为超过60%的俱乐部表现好于市场，但它们的实际表现并不比市场好。这些俱乐部的投资行为确实表现出与个人投资者一样的心理偏差，具体地说就是过于自信（见第2章）和趋向性效应（第3章）。

投资俱乐部与社会互动

虽然俱乐部旨在创造一个学习投资和获得高额收益的环境，但多数俱乐部还服务于一定的社会目的，换句话说，它们举行的会议只是家庭成员或朋友聚会的借口。它们定期聚会，并分享市场调查技巧和其他知识。

俱乐部的社会互动对成功的投资举足轻重。虽然一些俱乐部只是把成员聚集起来一起投资，但有些俱乐部却会认真选择要投资的股票。例如，怀俄明州布法罗克朗代克（Klondike）投资俱乐部有一年就被《价值线》（*Value Line*）评为美国头号投资俱乐部。这个俱乐部的18名成员来自社会各个行业，从青年到老年，从蓝领到白领，他们中有些人职位很高，有些人拥有自己的公司。

他们成功的秘诀是什么？克朗代克把一种正规的投资程序运行到了极致。举个例子，按照这个俱乐部的要求，如果要制定一个投资决策，必须有负责调研的会员提供有力的报告进行支撑才可以。他们信赖调查结果而非小道消息，这很重要，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为这一步骤使俱乐部避免了一些心理偏差，使其决策制定的基础是推理和逻辑，而非情感。

其他投资俱乐部以社交互动作为首要目标。加利福尼亚投资者俱乐部（California Investors Club）就是一例。这个俱乐部成员曾一起共事多年，退休后建立了这个俱乐部。虽然他们对其社交活动如圣诞晚会和高尔夫球比赛等活动都计划得井井有条，但在进行投资决策前他们却从不进行细致分析，他们往往聚焦于热门的股票和投机取巧，因此这个俱乐部常常高买低卖，俱乐部的收益很糟糕。这个俱乐部的投资流程使每位成员的心理偏差与其他成员的心理偏差混在一起并被放大了。

媒 体

媒体是社会环境的重要组成部分，它们为了吸引眼球使出了十八般武艺。如果新闻报道得不够漂亮，受众就会转向其他媒体。商业与投资作家通过精彩的故事吸引我们，新闻报道则寻找能引人注目的原声进行播报。原声摘要虽然简短有趣，但不会给人以任何严谨的投资分析，它们只是讲述了一个故事。媒体通常会让我们更喜欢听故事远离了正常的投资分析。

虽然媒体给我们提供信息和专家意见，但专家们的说法也只是一家之言。许多专家与调查部门过从甚密，他们拥有数不胜数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的分析工具。当然，我们假定他们的意见建立在大量分析之上，但他们很少透露真正的分析过程。在我们的印象中，投资分析只是在讲故事。既然媒体想要吸引眼球，它们当然会鼓吹通过股票选择和市场时机等进行投资。

即便媒体的故事中没有任何新信息，它们似乎仍然影响了投资者的行为和股票价格。保罗·泰特洛克（Paul Tetlock）调查了市场对《华尔街日报》的每日新闻专栏“与市场同步”（Abreast of the Market）的反应。每天早晨该专栏的基调如果过于乐观或悲观，都会导致当天交易量增加。专栏基调乐观的时候，道琼斯工业平均指数的增长会比悲观的时候超出0.25%以上，但专栏似乎并没有提供任何持久的信息。举例来说，如果栏目基调悲观，迫使股票价格下跌的压力在此后几个交易日会变成促使股价上涨的动力。除了娱乐，“与市场同步”专栏并没有向市场提供任何新信息，然而，投资者的行为证明，他们认为这个专栏提供了新信息。

速度并非制胜关键

如果你是金融和商业有线新闻频道的观众，你就会遭到关于投资的“建议轰炸”。它们暗示你：行动越迟，淘汰越早。你需要动作最快的因特网供应商，订阅最新的新闻，通过最快的在线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经纪系统进行交易。CNBC 通过即时报道主要在线经纪服务商对新闻的反应情况，把“行动越迟，淘汰越早”的理念发展到了极致。

看过新闻报道后瞬间做出决策，这不是投资，而是交易。交易就像赌博，它引发的是投资者的情绪化反应。对速度的追求放大了心理偏差。

让我们看看人们看完新闻后瞬间做出决策时犯下的低级错误。1997 年 4 月 11 日，《金融时报》（*The Financial Times*）报道了一则新闻：捷克价值基金（Czech Value Fund）因投资了一家诈骗公司遭受了严重的损失。消息传到美国，行情显示代码为 CVF 的股票从成交量最高点下跌了 32%。问题是 CVF 是城堡可兑换基金（Castle Convertible Fund）行情显示代码，而不是捷克价值基金的。当天，城堡可兑换基金的价格勉强恢复持平，但这对那些在成交量最低点抛售股票的投资者来说已经于事无补了。其他投资者犯的错误可能对你产生负面影响。

1998 年 6 月 24 日，有媒体报道，美国电报电话公司（AT&T）决定以 458 亿美元的价格购买电报通信有限公司（Tele-Communications Inc.）。消息一出，代码为 TCI 的股票价格上涨了 5%，成交量为平时的 37 倍还多，但 TCI 是五洲房地产投资公司（Transcontinental Realty Investors Inc.）的交易代码，并不是电报通信公司的。有趣的是，5 年后贝尔大西洋公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（Bell Atlantic Corp.）又宣布欲收购电报通信公司。

一年后，MCI 通信公司（MCI Communications）卷入了被收购传闻，人们听说后竞相买入该公司的股票。纽约股票交易所代码为 MCI 的股票仍然混淆着 MCI 通信公司的股票代码，因为后者的代码是 MCIC。MCI 是一种名为 Massmutual Corporate Investors 的封闭基金的代码。

媒体总是争先报道这些爆炸性新闻。投资者一听到这些消息就由于从众心理开始竞相交易。在这种情况下，社会互动加重了人们的心理偏差。

羊群效应

当你了解其他人对五花八门的股票有什么看法时，社会共识就形成了。当人根据这种共识投资的时候，羊群效应就出现了。投资者群体跟羚羊群是一样的。羚羊总是成群地聚集在一起，以避免天敌的捕杀。这一刻羚羊群无所事事，但下一刻它们就可能飞奔起来。羚羊总是睁大眼睛，竖起耳朵，观察其他羚羊在做什么，因为谁也不想被羚羊群甩掉。

投资者也像羚羊一样观察其他投资者。许多人每天观看 CNBC 的节目，在最喜欢的网页的聊天室里浏览帖子，并察看自己的投资组合。一有风吹草动，所有投资者都会知道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



羊群效应会放大心理偏差，它会使人在群体认知基础上做出决定，而不是在谨慎而正式的分析基础上做出决定。另外，当你知道其他人也选择了亏损股票的时候，你由此（见第 3 章）而生的遗憾会少一些。有同病相怜者，挫败感就会减轻。

股市的羊群效应

许多投资者被心理偏差共同影响时，羊群效应就出现了，整个市场都会被其影响。20 世纪 90 年代末网络公司的非理性繁荣就可以证明这一点。许多投资者和分析家都被网络公司极高的估价水平震撼了。例如，1999 年末，市场的历史平均市盈率（P/E）为 15 倍，雅虎为1 300倍，eBay 为 3 300 倍，这说明了什么？许多分析家就此得出结论：新经济呼唤新的估值方法。

再来看看 1999 年公开上市的在线玩具零售商 eToys 公司。首次公开上市后不久，它的总市值就达到了 80 亿美元。eToys 是网络公司的典型代表，它的销售收入仅有 3 000 万美元，利润亏损 2 860万美元。人们很自然地会把 eToys 与“R” Us 玩具公司进行比较，后者是“旧经济”时代玩具零售商的领头羊。虽然“R” Us 利润为 3.76 亿美元，但其市场价值仅为 60 亿美元，也就是说，虽然“R” Us 的销售利润是 eToys 的 12 倍多，但前者的市场价格比后者低。

公司进入网络市场的门槛很低，如果你意识到这一点，上述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



情况就会变得更惊人。你可能还记得，当初一些年轻人用很低的成本开办了网络公司。“R” Us 迅速发展了其在线零售业务，而 eToys 的市场价值从 80 亿美元降到了 2 900 万美元。

更名热

羊群效应的触角已经伸到了网络公司里，很多公司纷纷把名字改成了花哨的“. com 公司”，就是一例。投资者对网络公司着迷了，他们正想买入所有与网络有关的公司的股票。判断一家公司是不是和网络有关，最省劲儿的办法就是看名字。

科技书籍在线零售商 Computer Literacy Inc. 把名字改成了 fatbrain. com，因为顾客总是把它原来的网址 computerliteracy. com 拼错（或忘记）。这家公司以前就通过因特网提供服务，名字是它惟一的变化，它的经营策略并没改变，但改名的消息公布以后，网络上关于其股票的讨论此起彼伏，结果它的股价一天之内上涨了 33%！

从 1998 年中期到 1999 年中期，共有 147 家公开上市的公司换了新名字，这些名字要么结尾为“. com”或者“. net”，要么包含 Internet（因特网）。宣布改名后的三周时间里，这些公司的股票表现均比市场高 38 个百分点。各种企业都参与了这场改名热潮。改名后的三周内，那些真正的网络公司的表现比市场高 57 个百分点。其他改名的企业只是有部分业务与网络有关，它们的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



润超过市场的 35%。还有些改名的公司正在从非网络公司向网络公司转型，它们的表现超过市场的 16%。实际上，一些在网络方面仅有一点或根本没有经验的企业也融进了改名潮流中，它们的股票价格也因此大幅攀升。这些公司的经营不以网络为核心，没有证据证明它们拥有在网络业务上制胜的实力或经验，然而痴迷网络公司的交易者哄抬它们的股价，导致它们的表现超过市场 48%。股价的这种大幅增长持续了三个月。投资者们似乎急于把他们的金钱都投给网络公司。有趣的是，在 2000 年网络公司萧条期过后，67 个公司把“. com”字样从公司名称中去掉了。在接下来的两个月中，这种名称的变化带来了 64% 的平均收益率。投资者似乎并不受这种表面变化的影响。

不仅如此，一直以来投资者还常被名字其他方面的改变所欺骗。一些共同基金换了一些带有前段时间热门字眼（如价值、成长、小公司股票等）的名字。名称的变化使流入这些基金的资金比名称未变时的预期高出 28%。新的资金甚至会流向那些只改变名称但既不改变投资方式也不改善投资业绩的基金。

短线投资

在主动交易中，你的思考方式更像商人而非投资者。你会买一只你认为下周、明天甚至下一个小时会涨的股票，而不会仅仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因为你认为一个公司的产品、市场份额和管理具有优势。公司的产品、市场份额和管理对你来说不重要，甚至毫不相干。以美国公共广播公司（PBS）的《前线》（*Frontline*）节目采访过的莎伦（Sharon）为例，她把家里所有的积蓄都投进了两只小盘科技股票中，其中大部分投进了其中一只。她说："说实话，我甚至不知道公司的名字，只记得推销信件上写的交易代码是 AMLN。到 8 月份它就翻番了。"而 AMLN 是阿米林制药公司（Amylin Pharmaceuticals）的股票交易代码。

理　念

"这次情况不同了。原来的估值不再适用了。"在跟风浪潮极度盛行时，如果股票价格高到无法用估值方法计算，人们就常常发出这样的感慨。如果体重计显示你体重增加了 30 磅，问题一目了然：你的体重计出毛病了。如果人们跟风投资，那是因为他们投资的基础是一时的想法，而不是通过认真思考得出的结论。

社会化

人们都喜欢讨论投资问题。谈论投资在社交场合变得越来越流行，在线讨论也开始风靡。投资以各种方式渗透进了我们生活的各个部分，电台讨论投资的谈话节目和 CNBC 的电话咨询节目日益流行，这都是那些渗透方式的体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从众效应和估值过高现象不是新经济或新技术引起的，它们出现的原因是人的心理。新经济和新技术只是重振从众效应的声威。过于自信（见第 2 章）如果掺杂了情感，就会发生从众效应。当心理因素影响了每个人的投资决策时，这个效应就被放大了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章 情感与投资决策

天气晴朗引起的愉悦情绪能影响投资者和股票市场吗？如果阳光让投资者情绪愉悦，他们对前景会相对乐观。因此，投资者在晴天就更可能买入而不是出售股票，股市本身也会受到影响。密歇根大学的两位金融经济学家的研究也证实太阳会影响投资者的决策和市场的走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



传统金融学认为，人们在面对风险和不确定性时能做出理性的决策，从而使他们的财富最大化。因为涉及到金钱，理智和逻辑应该能克服情感和心理偏差。这个看法对吗？事实上，这个结论与实际情况南辕北辙。当人们的风险决策涉及金钱时，情感可能会战胜理智。

情感与决策

心理学家和经济学家研究了情感在决策制定中扮演的角色，他们发现，本来毫不相干的情感也会影响决策。“毫不相干”指情感并非由决策引起。例如，你可能因为阳光普照或喜欢的球队赢球了而心情大好，这种美好的感觉接下来可能会影响你的投资决策，而且情感丰富的人进行投资决策时更容易受到情感的影响。情感与认知分析过程相互作用，最终形成决策。情感反应会背离理智和逻辑，这有时会在决策制定过程中占主导地位。情况越是复杂和不确定，情感对决策的影响就越大。

这样说来，在决策制定中情感和理智哪个更重要就成了核心问题。情感的分量似乎更重。举例来说，神经学家安东尼奥·多莫西奥（Antonio Damasio）保存的关于大脑额前正中皮层受到破坏的病人的病历显示，病人的智力、记忆和逻辑能力未受损伤，但感知能力遭到了破坏。各种实验都表明，决策制定过程中的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



感缺失会破坏理性决策的能力。确实，这些人社交能力开始变差。多莫西奥由此得出一个结论：情感是理性决策不可或缺的部分。

让我们看看心理学家是如何研究情绪对决策的影响的。他们让实验对象写下了生活中愉快或沮丧的事情。重温他们所写的事项后，他们也就变得愉快或沮丧。与高兴的人相比，沮丧的人对未来更悲观，换句话说，情绪愉快的实验对象认为未来好事会很多而坏事会很少。

在一项研究中，情绪愉悦的人认为一年内他们遇到一位未来好友的可能性为 84%，情绪低落的人则认为自己遇到这样一个人的几率仅有 51%。另外，当被问及未来五年内发生严重交通事故的可能性时，情绪低落的人认为他们遇到的几率为 52%，而情绪愉悦的人则认为他们遇到的几率仅为 23%。两种人对未来的看法是不同的。

除了情感的重要性，人们还忽视了认知中实际情况变化的重要性，结果概率就是这种实际情况的一种。例如，在制定决策的时候，人们认为千万分之一的彩票中奖几率与万分之一相差不多，但一个人彩票中奖的几率其实要比上述数字高 1 000 多倍。当彩票唤起彩民强烈的情感时，他们对发生巨大变化可能性的敏感度就相对较低。简单地说，**情感在复杂的决策制定过程中起主导作用。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



情感与金融

金融决策是很复杂的，掺杂着风险与不确定性，因此，情感在投资决策中占一席之地。让我们看看麻省理工学院金融工程实验室一项为期一个月的实验。在实验中，投资者进行交易并对自己的情感状态进行评价。**实验结论是：对货币收益或亏损情感回应强烈的投资者们的交易表现比其他人差得多。情绪化投资者并不是出色的投资者！**

背景感觉，或者说情绪，对影响金融决策的影响叫做错误归属偏差（misattribution bias），就是说，人们总是错误地把他们的情绪带入正在进行的金融决策中去。如果情绪很好，一个人很可能对投资做出乐观的评价。好（坏）情绪将增加（降低）投资风险资产（例如股票）的可能性。有人用多种方法对金融决策中的错误归属偏差进行了研究。

情感影响投资决策

投资者购买或出售一只股票是因为对股票有所期望。理性预期模型体现了传统的金融学观念，这种观念认为，投资者的期望来自对基础分析和现代投资组合理论等工具的应用。这些工具要求投资者对未来有一定的设想。今后三年公司将达到怎样的成长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



速度？公司的预期收益、预期变数以及与其预期资产收益率间的相关性系数是怎样的？即使最老练的投资者也认为没有任何方法能做出最精确的设想。理性预期模型要求投资者用不带偏见的理性方式消除不确定性，但有证据表明，由于情感和认知偏差的影响，人们常做出带有偏见的非理性选择。

其实，投资者即使使用了诸如基础分析这类定量方法，他们的投资分析仍会借助经验对某些假设条件进行猜测。一些基础分析技术比其他技术复杂些，但它们也包含对未来的假设。为了更好地说明这一点，让我们看看全世界的金融专业的学生都在学习的一个稳定的贴现率模型：$PV = D_1/(k - g)$。投资者必须对固定增长率 g 进行估计。考虑到情绪会对风险性和不确定性决策产生影响，增长率 g 的估计值可能带有偏差，这就会使模型中的最终结果有所偏差。

假设年收益率 k 为 11%，股利增长率为 5%。情绪愉悦的投资者可能会乐观地把后者高估为 7%。这样一来，这个数字在他们心目中比在无偏见的投资者心目中高 50% 还多。乐观投资者会认为股票被低估了并因此购买这只股票，而实际情况并非他们所想的那样。

阳　光

过去的几十年里，心理学家一直在记录太阳影响人类决策的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有关事实。阳光不足总是与压抑甚至自杀联系在一起。没有太阳的时候我们心情不好，而阳光普照的时候我们就会很愉快。这种愉悦的情绪促使我们对其前景感到很乐观，并影响我们的决策制定过程。

我们的金融决策也可能受阳光的影响。例如，如果外面阳光普照，你吃完午餐后可能会给侍者丰厚的小费，你甚至不用出去就能感受到阳光下的惬意。一位心理学家在一所大宾馆里做了一个实验，这个宾馆有些房间没有窗户，当客人从宾馆里的房间出来预定房间服务时，侍者向他们提及外面的天气，如果外面正在下雨，这些侍者能得到18.8%的小费，而这个数字在天气阴晦时增加到了24.4%，多云时为26.4%，天气晴朗时为29.4%。可以看到，晴天的时候人们给的小费超出雨天50%还多。

天气晴朗引起的愉悦情绪能影响投资者和股票市场吗？如果阳光让投资者情绪愉悦，他们对前景会相对乐观，因此，投资者在晴天更可能买入而不是出售股票，股市本身也会受到影响。戴维·赫什拉佛（David Hirshleifer）和泰勒沙姆韦（Tyler Shumway）这两位密歇根大学的金融经济学家观察了世界上各大金融城市的股票市场收益和天气，借此研究了上述可能性。他们特别将拥有股票市场的26个城市的天气与全球26个股票交易所的日收益进行了对比。

两位研究者将天气从晴好到糟糕分为九个等级。他们发现，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



晴朗的日子里日收益比非晴朗的日子日收益高。的确，天气最好的日子比最糟的日子收益要高得多。他们又把 26 个城市一年中天气晴好和天气糟糕的日子的区别列了出来，发现前者比后者的收益率高出 24.6%。

图 9—1 是几个城市晴好与糟糕的日子收益量的年度区别，26 个城市的平均收益也在其中。注意，纽约股票交易所每一年中晴天比坏天气的表现高出 15%，这个数字在伦敦为 22.1%，在哥本哈根为 4.1%，在巴黎为 19.7%。不是每天的天气都会走极端，大部分日子介于两者之间，然而，这说明太阳会影响投资者和市场。

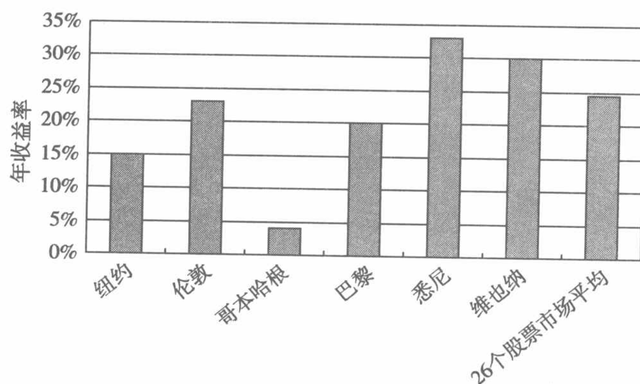


图 9—1　全球股市好天气与坏天气的年收益差别

调查季节性股市收益也可以看出阳光对投资者情绪的影响。心理学家发现，秋冬季节阳光的减少会使许多人感到压抑。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



种压抑被称为季节性情感紊乱（seasonal affective disorder，SAD）。有种看法认为1 000万美国人患有这种症状，另有1 500万人患有轻度“冬季忧郁症”。前面讲过，心情很差或很压抑的人更具有批判性，也更悲观，心情好的人更乐观。心情好的人比心情差的人更容易采取冒险行动。

如果光照时间的减少影响到了很多投资者，他们就会少冒风险。三位金融经济学家通过研究澳大利亚、英国、加拿大、德国、新西兰、瑞士和美国的七个股票市场对这种可能性进行了调查。他们发现，秋天阳光减少的时候股票收益较低，这种状况一直持续到12月21日，这是一年中黑夜最长的一天。这个效应在远离赤道的股票市场（瑞典和英国）十分强烈。同样的现象在南半球春天的股市（澳大利亚和新西兰）也会发生。阳光的多少会影响人们的心情，心情又会影响投资决策、决策过程以及我们想要尝试风险的程度。

消极情感

投资者会把阳光错误地归入他们的积极情感，也可能把环境中的其他因素错误地归入其消极情感。本书的这一部分将探讨两个例子：国际体育比赛和月运周期。

历史上人们一直普遍认为月相会影响人们的情绪和行为。很久以前月亮就被认为与精神障碍有关。的确，“精神失常”这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



词暗示着潜在的精神疾病与月运周期有关（“精神失常”对应的英语单词为lunacy，该词来源于lunar一词，lunar的意思是“与月亮有关的”）。心理学家说，满月会导致情绪低落。如果月运周期能影响投资者，相对于出现新月的时候，他们在满月时更可能低估股票，这就导致满月前后的收益率较低。

有人研究了一个月运周期内世界上48个股票市场的收益情况。每年满月前后七天，股票收益率比新月前后七天低3%～5%。此现象在新兴股票市场国家比在发达国家更显著，对个人投资者所持的股票比对非个人所持的股票更显著。投资者似乎错误地把由满月引起的消极感觉混进了其股票市场决策中。

月运周期可以预测，但国际性体育比赛的结果却是无法预测的。欧洲的足球联赛或世界杯比赛的结果在许多国家的球迷心中都掀起了巨大的情感波澜。心理学家发现，由比赛失利引起的情感波动导致的心脏病发作、犯罪、自杀数量都有所上升，却没发现比赛胜利导致任何积极行为，这可能是因为许多球迷认为他们的队伍能赢得比赛。球队胜利与他们的期望相符，但失败却与他们期望的结果大相径庭。

有研究调查了39个国家的股票市场反应和超过1 100场足球比赛的结果。比赛结束后第二天，失利球队的股票市场平均下跌了0.21个百分点。循环淘汰赛会导致股市下跌0.38%（如果是世界杯，这个数字就是0.49%）。如果一个国家的国家足球队历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



史上成绩一直很好，这个国家股市的反应会比较强烈。板球比赛或篮球比赛失利会使股市下跌0.19%～0.21%，但胜利对股票市场却没有任何影响。上述结果表明，股票市场对投资者情绪的突然变化会有所反应。

乐　观

过分乐观会使人的信念和判断变得不正常。乐观的人认为，和一般人相比，他们不容易生病、离婚或犯罪。这种想法会使乐观主义者进行不必要的冒险。

以一般吸烟者为例。吸烟有害健康，这对他们来说已经不新鲜了。每个烟盒和电视商业广告都会用这句话警告大家。人人都知道吸烟会增加患肺癌的几率，但吸烟者还是乐观地认为他们自己得病的可能性很小。如果你认为自己很可能得肺癌但还是吸烟的话，那会让人觉得你很蠢。为了维护自己明智的个人形象，他们总是乐观地低估自己患肺癌的可能性，这样他们就可以继续吸烟了。

心情好的投资者可能要忍受过分乐观之苦，就是说，他们认为自己选择的股票不会出问题。乐观从两方面影响投资者。首先，乐观的投资者在制定股票投资决策时往往不作深入的批判性分析；其次，乐观主义者往往忽视或淡化负面信息对他们股票的影响。换句话说，乐观的投资者坚持认为他们所选择的公司很优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



秀，即使这些公司传出负面消息他们也不会改变看法，吸烟者读完警告后仍然漠视得癌症的危险与此如出一辙。

一只股票的价格通常是被乐观投资者决定的。**如果许多投资者都对一只股票表示乐观，另一些投资者则是悲观主义者，那么这只股票的价格将被前者决定。**这是因为悲观主义者只是冷眼旁观，乐观主义者则会购买这只股票。乐观主义者通过购买行为把股票价格抬高了，这使悲观主义者更悲观，但是冷眼旁观是影响不了价格的。如果一只股票的前景充满不确定性，它就会吸引到一大批乐观主义者和悲观主义者（他们与立场中立的投资者正好相反）。大型知名公司未来的不确定因素少，因此它们的股票价格通常更能反映公司真实的情况，而不是过度乐观的前景。例如，通用汽车公司、宝洁公司和英特尔公司都是知名企业，它们没有给过度的乐观和悲观主义留下太多余地。对于不确定性很高的企业来说，乐观主义者往往会决定其股票价格，直到其不确定性消除，但在此之后，乐观主义者的乐观程度和股票价格都会下跌。

过度乐观和非理性繁荣在股票市场上比比皆是。奔迈公司（Palm）和 3Com 公司就是这样的例子。3Com 是一家销售计算机网络系统和服务的公司，效益不错。3Com 的子公司奔迈是一种名为奔迈领航者（Palm Pilot）的掌上电脑产品的生产商。3Com 公司决定转让奔迈，它计划将在首次公开上市（IPO）的时候发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



售奔迈4%的股票，并向其合伙公司配售奔迈1%的股份，剩下的95%的股票分配给3Com的股东。2000年3月2日，3Com公司在公开上市那天发行了奔迈5%的股份，其余95%的股份在年内将以每1.5股奔迈股票可兑换3Com 1股的比例分配给股东。如果你当时有1股3Com的股票，分配结束后你将会拥有1.5股奔迈的股票，同时仍然持有3Com的那1股。

IPO日最后，新发行的奔迈股票的交易价格为每股95.06美元。因为3Com每股抵奔迈1.5股，单单由于奔迈的股票价值，3Com股票的最低价格就将为每股142.59（95.06×1.5）美元。3Com的其他业务也价值很高，每年有7.5亿美元的利润，所以3Com的股票价格其实本可以远高于每股142.59美元，然而，当天3Com的股票仅仅以每股81.81美元收盘。

如果你想持有奔迈的股票，你就应该购买3Com的股票，这样你就可以以每股54.54（81.81÷1.5）美元的有效价格得到奔迈的股票，并同时免费拥有3Com的股票。之所以出现这种情况，要么是因为3Com股票的定价过低，要么是因为奔迈的股票定价太高。因为3Com是大型知名企业，而奔迈是一家前景不确定的新公司，所以这时乐观投资者影响了奔迈的股票。IPO之前，关于奔迈和3Com的信息随处可得，第二天，《华尔街日报》和《纽约时报》对这种不正常的定价进行了浓墨重彩的报道，但这种非正常定价后来又持续了几个月。作为3Com的嵌入式股票，奔迈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的价格在两个月的时间内（至5月9日止）一直比3Com的股票价格高。之所以这样，是因为乐观投资者们忽视（或淡化）了负面消息对他们所持有的股票的影响。

3Com/奔迈公司的例子很有趣，却并非惟一。1999年11月17日，HNC软件公司分立Retek；1999年12月1日，Daisytek分立PFSWeb；2000年6月26日迈梭电子（Methode Electronics）分立Stratos光波公司。在这三起分离案例中，乐观投资者都把新公司的股价抬高了。像3Com和奔迈一样，母公司的股票价格都低于被分立公司股票的价格。还有一个共同点就是：新公司的股票价格在之后的半年内都跌了至少50%。

还有其他类似的例子可举。有些公司并不把新公司完全分立，就是说，有时候母公司会继续持有子公司的股票，而不是将其分配给股东。投资者对子公司可能过分乐观，以至于股价不断上涨，最终无法正确估计子公司和母公司之间的股票价格关系。例如，1999年9月，花工业公司（Flowers Industries）拥有奇宝公司（Keebler）55%的股份。奇宝的股票价格很高，其总市值（股份与股价所得乘积）达25亿美元。花工业公司拥有奇宝55%的股份，其所有权价值应为13.8亿美元，但总市值只有13.6亿美元。花工业公司的股票价格导致其总市值还不及作为其资产之一的奇宝的总市值。公司其他资产的价值约为10亿美元。要么就是奇宝的股票价格被估计过高，或者Flowers的股票价格被估计过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



低。这种现象在其他企业身上也发生过，这证明股票价格是被投资者的乐观抬高的。当乐观主义消减的时候，购买这种股票会出现亏损，而乐观主义最后总是会消减的。

20 世纪 90 年代的价格泡沫就是由这种狂热的投资者引起的，2000 年，价格泡沫破灭了。2000 年 3 月份，纳斯达克（NASDAQ）的技术成分股票指数达到了顶峰，12 月份又跌到了最低点，跌幅为 54%。其他网络股票指数如 TSC 网络行业指数，在同一时期下跌了 79%，而道琼斯工业指数增长了 4%。

情　绪

前面例子的原因，有的是把或好或坏的情绪错误地作为对市场的乐观或悲观估计，有的是私人企业热衷投机取巧。然而，很多人都注意到，乐观和悲观的程度或社会情绪是随时间变化的。投资者们往往对市场顶部过于乐观，而对市场底部十分悲观（见第 7 章选择性偏差）。投资行业把这种变动的社会情绪称为市场人心/情绪。如果个人投资者在市场顶部（或底部）期间太过乐观（或悲观），那么了解整体市场情绪就能预测收益情况。

有许多方法可以用来估测投资者的情绪。以封闭式共同基金的折扣作为例子。抢手的开放式基金可算是封闭基金的表亲，二者相似，不同之处在于后者的股份在股票交易所交易。封闭基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资组合中所持有的股票是可见的，因此基金股份也是可见的，被称为净资产值（NAV）。有趣的是，封闭式基金在交易中的价格通常低于其净资产值。这种差别或折扣的程度就可以度量投资者的情绪。当个人投资者很乐观时，对封闭式基金的需求增加，折扣就变小。悲观的投资者出售封闭式基金，折扣就变大。为人所熟知的度量方法还有公开上市的量和第一个交易日的收益幅度。投资者情绪强烈时，价值就高一些。

有人认为投资者的情绪不应该影响市场价格，原因是富有且明智的投资者根据情绪化投资者的情绪伺机而动，以此获取不当标价所产生的利益。这个过程叫做套利。然而，股票本来就很难评估，因此在股票上套利并不容易。马尔科姆·贝克（Malcolm Baker）和杰弗里·沃格勒（Jeffrey Wurgler）认为，投资者的情绪对投机性股票的影响将会越来越显著。规模小、历史短、表现不稳定、盈利困难、难以支撑或非常有增长潜力的企业都容易遇到套利行为。他们调查了下一年初投资者的情绪，记录了同一年股票的月收益情况，以此为基础研究了投资者情绪对股票的影响。他们据此做出推测：投资者的情绪与投机性股票的收益呈负相关关系。

图 9—2 是一年里积极（或高涨）情绪以及消极（低落）情绪后的月平均收益情况。贝克和沃格勒综合了六种不同的情绪测量结果，生成了 1963—2001 年的情绪指数。注意，在年初以后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投机性股票（小企业、年轻企业或风险企业）的收益在消极情绪高的时候比在积极情绪高的时候要丰厚得多。例如，情绪低落导致小股票每月上涨 2.37%，在相反的情况下，涨幅仅为 0.73%。如此巨大的区别在大的股票中是不存在的。历史最短的公司的股票在经历了年初的低落情绪后上涨了 1.77%，而在情绪高涨的情况下仅上涨了 0.25%。在这两种情况下，最不稳定的企业的股票涨幅分别为 2.41% 和 0.30%。历史悠久和低风险的企业的收益情况却是另一番景象。

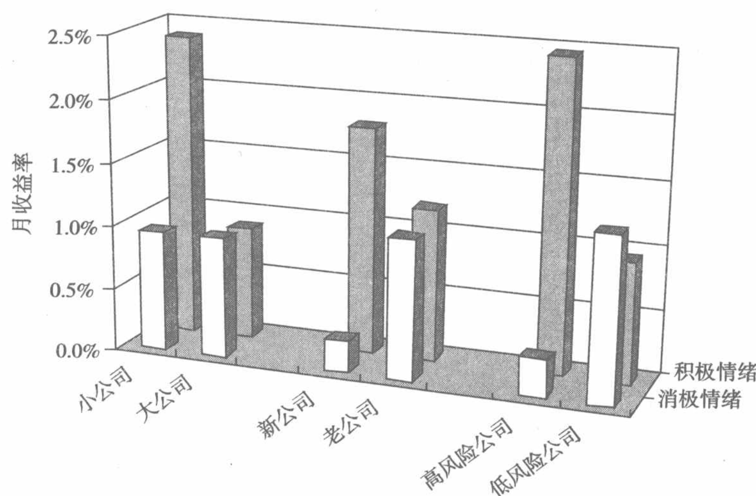


图 9—2　投机公司与非投机公司在积极情绪和消极情绪主导下的月收益率

上述结果说明，乐观投资者竞相出价购买投机性股票，使这些股票定价过高。乐观主义占主导地位的时候，股价就会扶摇直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上，因而这些股票从很高的股价水平中得到的收益较低。悲观投资者不购买投机性股票，这些股票的价格水平就很低。如果悲观主义占主导地位，这些股票就会得到高收益。因此，与历史悠久、分红稳定和资产透明的公司的股票相比，投机性股票的价格对情绪变化更敏感。

市场泡沫

形势变化越厉害，人就越稳定。市场泡沫并不新鲜，也很普通。

最令人印象深刻的市场泡沫发生在 17 世纪 30 年代的荷兰。可笑的是，当时最令人趋之若鹜的商品竟然是郁金香球种。5 年中，人们对郁金香球种一直近乎疯狂，以至于其价格攀升到了令人吃惊的程度：一个球种抵得上 20 头公牛！近 10 万美元一个球种？后来一名外地水手不小心把球种的价格泡沫戳破了：他把球种当成洋葱吃进了肚子里。于是人们开始怀疑球种是否真的应该那么值钱，一场恐慌爆发了。短短一周之内，球种就变得几乎一钱不值了。

现代市场泡沫有共同的因素。看看下面的空白你会怎么填？

我们处在一个新的纪元。________引发了一种新的经济类型。旧经济模式很快会被淘汰。传统的估价分析工具是无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



法估量这场革命的价值的。

你的答案很可能是“因特网”，但是如果你生活在1850年，你的答案就会是“铁路”；如果你生活在20世纪20年代，你的答案可能“美联储银行制度”或“无线电”；如果你生活在20世纪50年代中期，你的答案很可能是“新政”（美国的罗斯福新政）；如果你生活在离现在不远的20世纪90年代，你的答案可能是“生物技术”。这样的推理产生了一片红火的牛市，之后便是一次大萧条。价格泡沫十分常见，并不独特。

小 结

情感因素在决策制定过程中占有重要地位，尤其是在制定不确定性很高的决策时更是如此，比如投资决策。在这个过程中，情感有时能战胜理智。过分乐观会使投资者低估风险并高估预期收益。乐观投资者往往购买富有故事性的股票却不做批判性分析。悲观投资者往往注重分析。进一步说，过分乐观可能引起价格泡沫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章 自我控制与决策

3年连续亏损会把投资者30年的投资计划缩短到3年，他们想淡出市场。

——肯尼斯·费希尔和迈尔·斯塔特曼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



华尔街有句尽人皆知的名言：市场由两种感情驱动——恐惧与贪婪。本书也认为，投资者会被这两种情绪影响。按这两种感情行事不是明智之举。长期使投资者获益的决策通常是在不受强烈感情支配时做出的。实际上，投资者需要在选择即刻获益或未来获益之间进行终生斗争。许多决策需要权衡这二者。比如，“我是要现在读这一章还是晚点儿再说呢？”“我是买一套新立体声音响还是为未来投资呢？”

理查德·塞勒（Richard Thaler）和赫什·谢弗林（Hersh Shefrin）把这种自我控制问题描述为两个自我间的相互作用，这两个自我分别是为未来打算者和及时享乐者。后者希望立刻消费，不想拖延，也不想在无趣的工作上浪费时间；前者希望现在存款以后消费，并且愿意把无趣的工作立刻完成。欲望和意志力之间存在这种矛盾，因为人们受到着眼未来的理智思维和着眼短期的情感因素的影响。

幸运的是，人们认识到他们总是被薄弱的意志力所影响，从而做出一时冲动的决策。社会上有很多人需要提高自我控制力。常见的例子是节食者、酗酒者、毒品滥用者等。

短期还是长期

人们都愿意尽早得到报酬，尽量把无趣的工作推后，但是这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



种态度要视环境而定。看看下面的例子。如果 2 月 1 日那天问人们是想 4 月 1 日做 7 小时无聊的工作，还是 4 月 15 日那天做 8 小时同样的工作，人们会选择前者；但如果在 4 月 1 日这天问他们相同的问题，多数人会选择把工作拖到 4 月 15 日，即便如此，也意味着他们就要做更多的工作。如果决策制定牵扯到现在，人们往往选择拖延，即使这样的工作量比较大他们也在所不惜。

这种态度也会影响投资决策。例如，多数人宁可选择立刻得到 50 美元，也不会选择两年后得到 100 美元，这样等于放弃了 41% 的年收益。另一种情况是，在 4 年后得到 50 美元和 6 年后得到 100 美元两者之间，几乎没人选择前者，虽然这个问题与前面的那个问题基本相同，只不过往后推迟了两年。人们似乎对现在和未来的看法不同，这导致他们的欲望很强而意志力很薄弱。

自我控制

多数人希望能实现自我控制，以做出能够长期获利的决策，但他们也认识到他们的欲望压过了意志力，因此人们用很多方法增强意志力。我把这些方法分为两组：拇指原则和环境控制原则。这些方法帮助人们减少欲望，增强意志力。

人们通过拇指法则控制自身行为。他们在意志力高涨、平心静气的时候理智地制定了这些原则。在感情和欲望高涨的时候，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



靠这些法则提醒自己如何发挥意志力的作用。看看以下这些一般性的原则：

- 通过控制挥霍的欲望控制开销。
- 为了不酗酒一滴酒不沾。
- 退休人员不动用本金以控制开销。
- 员工按照只存不花的原则存养老金。
- 投资者按照高入低出的原则控制交易行为。
- 投资者在熊市期间对市场要有远见，坚持到底。

人们还通过控制环境来增强意志力。常见的环境控制方法是把渴望得到的东西弄走或远离引起自我控制问题的场合。下面是一些常见的例子：

- 节食人士的家里不要有饼干。
- 赌徒不要去拉斯维加斯。
- 常迟到的人把手表调快几分钟。
- 赖床的人把闹钟放在房间的床对过，迫使自己起床。

人们愿意为实现自我控制付出代价。例如，职业运动员的大部分收入都是在很短的运动生涯期间实现的。在花完几百万美元以后，一些人穷困潦倒，因为他们无法控制自己花钱的欲望。为了解决这个问题，有的运动员雇用了专人对自己的消费进行限制。

另一个例子是一般的吸烟者。多数吸烟者认识到他们不应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



吸太多烟（或者根本不应该吸烟）。为了控制自己的吸烟量，许多人按包买烟。虽然按箱买要便宜得多，但控制吸烟量最简单的方法是限制自己拥有香烟的数量。虽然这个方法要昂贵一些，但吸烟者还是愿意多花些钱，通过控制周围环境增强意志力。

存款与自我控制

为退休存款很不容易，这需要自我控制力。1971 年，51% 的退休人员没有金融资产性收入，他们中只有 22% 的人投资收入占到总收入的 20% 以上。多数退休人员在自己的收入高峰期都在即时消费的欲望前屈服了，在不得不为将来存款的时刻到来前，他们一直不停地花钱。

人们发现，从心理上来说，通过一次性收入存款比通过固定收入存款要容易。例如，两个人年收入都是 25 000 美元，其中一个人 12 个月的薪水之和是 25 000 美元，另一个人 12 个月的薪水之和是 20 000 美元，但每年会得到一笔一次性奖金 5 000 美元。假设两个人的开销相同，他们为退休的存款量应该相同，但是有奖金的那个人可能会存得更多。如果一个人有一次性收入（或者意外收入），他就能比较容易地把自己的可支配收入储存起来，但通过月薪存款对自我控制力的要求更高，这就是日本的存款率要比美国高的原因。日本人的年终奖金占其收入的很大一部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果对薪水自动扣除或对投资计划进行简单环境控制，存款就会变得容易一些。

这也能解释人们为什么愿意给政府无息贷款。多数人终年超额纳税，在每年春天会获得退税。1996 年，共有 76% 的个人纳税人超额纳税，超额总量为 1 170 亿美元，他们放弃了一笔可观的利息。

人们能够很容易地调整扣缴税率而保留更多收入，但许多人喜欢超额纳税。在一项以 132 名 MBA 学员（假定他们有收入）为对象的实验中，132 名学员中有 43% 的学员选择缴纳超过最低纳税额要求的税款。人们认识到，即使月收入增加了 50 美元，这些钱也可能被花掉，但它们可以通过超额纳税把这些钱节省下来。

401（k）计划和个人退休金账户（IRA）计划

个人退休金账户（IRA）计划和 401（k）养老金计划是两项存款革新，能帮助人们存款为将来投资。这两项计划易于执行，且有税收优惠。此外，它们对过早提款的严厉处罚刺激了人们存款的热情。多数投资 IRA 和 401（k）计划的人第二年还会继续投资，就是说，他们形成的习惯能增强存款意志力。

投资 IRA 计划无疑是明智的。IRA 计划的利息收益和资本收益不需要每年都纳税，而是在退休后支取资金时再缴纳，因此最好的方法是尽快把资金投入 IRA，以尽快享受到税收优惠条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为了在2007 纳税年得到最大程度的税收优惠，你应该在2007 年1 月1 日将资金存入，但人们往往没有足够的自制力迫使自己在年初投资。税法规定，2008 年4 月15 日前存入的资金也可算作是在2007 年存入的。其实，多数投资 IRA 的纳税人都会等到2008 年才为2007 年的 IRA 计划存款，因为他们需要一个最后期限进行自我控制。

投资401（k）计划也是明智之举。从401（k）计划开始以来，最让计划管理者头疼的问题是：如何让员工开始存款，因为他们总是拖延。决策越重要，人们就越容易拖延。不断的拖延把他们投资最重要的两个因素——时间和投资资本都消耗掉了。

当公司在401（k）中为员工增加了选择后，问题更突出了。401（k）计划开始只有3～4 个选择（一般为公司股票、货币市场、债券基金、股票基金等），但如今很多计划都有成百上千只不同的基金可供选择。选择增加会导致拖延行为更甚。为了帮助员工增强自我控制力，一些公司在录用员工时自动为其签署401（k）计划。用这种方法，即使员工在如何修改默认存款方式上举棋不定，他们仍然会进行投资。

自我控制与股利

传统金融学长期以来一直有一个难题：为什么个人对现金股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利情有独钟？考虑到现金股利收入比资本收益的边缘税率高，这个问题就更让人迷惑了。

看看表10—1中的例子。投资者有1 000股，每股价值100美元，总价值100 000美元。如果股利是1%，投资者能获得1 000美元股利，股票价格跌至每股99美元。此时1 000股的总价值为99 000美元，因为投资支出了其价值的1%，股价的下跌量等于已付股息。如果投资者要交纳20%的所得税，他税后的收入只有800美元。总之，投资者最后的现金收益为800美元，股票总价值99 000美元。

表10—1　　现金股利与自制股利的对比

	现金股利	自制股利
开始拥有的股票数量	1 000	1 000
每股初始价格	100美元	100美元
初始股票价值	100 000美元	100 000美元
每股股利	1美元	0美元
税前股利收入	1 000美元	
出售10股所得股利		
出售股票的税前收入		1 000美元
最终股票数	1 000美元	990美元
每股价格	99美元	100美元
最终股票价值税	99 000美元	99 000美元
股利税（税率20%）	200美元	0美元
资本利得税（税率20%，盈利50%）	0美元	100美元
税后收入	800美元	900美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现在看看另一种情况。假设股票不产生股利，投资者想要现金，他必须通过以每股 100 美元的价格出售 10 股的方式为自己创造股利，以获得 1 000 美元的收益，这叫做自制股利。投资者现在还剩 990 股，每股价值 100 美元，总价值 99 000 美元。如果出售的股票没有收益，投资者就不需要交纳资本所得税，他仍然会获得 1 000 美元现金，所以说投资者自己创造股利对他来说比较有利。如果股票的买入成本是每股 50 美元，资本收益税率为 20%，就要纳税 100 美元，这时，投资者自己创造股利也比较有利。

希望使财富和现金流最大化的投资者应该通过自制股利取得收入，而不是通过现金股利，但人们偏爱现金股利，这种行为在传统金融学中被认为是不理智的，但可以通过投资者心理得到解释。

这些心理账户对很难进行自我控制的投资者作用特别大。一名退休人员认为她的财富应该比她自己存在的时间长，就是说，她想在辞世前一直有钱花。她可能受到挥霍心理的诱惑，所以她制定了一项拇指法则以增强自我控制力：永远不动本金。此法则能提醒人们避免过度开支，但也可能抑制增加收入的创造性思维，自制股利就是一例。

战胜偏差

本书讨论了许多偏差。这一部分提出了克服心理偏差的一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



策略。

策略一：了解偏差

这是本书前一章的主旨。认识自身的偏差和其他偏差是避免这些偏差的重要一步。

策略二：明白投资的原因

许多投资者忽视了投资过程中的这一简单步骤，他们的投资目标理念很模糊。“我想要很多钱，退休后我可以周游列国。”“我想赚钱给孩子上大学用。”这都是消极模糊的目标。“我不想退休后穷困潦倒。”类似这种模糊的观念很难为投资提供指导，也不能帮助你避免会妨碍优秀决策的心理偏差。

设定具体目标和实现目标的方法是很重要的。不要制定诸如“退休后去旅游”这样模糊的目标，要清楚你的目标意味着什么，它需要多少钱。例如：

> 退休后如果我每年出国旅行两次，至少需要每年收入75 000美元。我的社会保障和退休金每年收入20 000美元，因此我还需要55 000美元的投资收入，80万美元投资就可以赚到这些钱。我想10年后退休。

具体目标有很多好处。例如，关注投资原因可以使你长期纵览全局，时时监测股票的走势，并明确你的行为与目标是否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一致。

策略三：制定量化投资标准

量化投资标准能使你做决策时避免受情感、小道消息和其他心理偏见的影响。这很重要，因为投资者对广告等引人注目的信息特别感兴趣。如果一只共同基金的广告宣传比其他基金多，投资者会向其投入更多的资金，但是这种宣传的年均成本较高，因为广告要求从基金持有者身上收取 12B-1 费用，所以，如果投资者被广告中的基金所吸引而去购买这些基金，他们等于选择了与基金的业绩无关且较高的成本。

在购买股票或共同基金前，要将其特性与你的标准进行比较，如果不合你的标准，就不要对其进行投资。

回头看看我们在第 8 章中讨论过的怀俄明州布法罗克朗代克投资俱乐部，它名列榜首的原因之一是只在可靠的调查报告基础上制定投资决策，它的标准使其不会成为心理偏差的牺牲品，而加利福尼亚投资俱乐部的失败部分原因是它们没有明确的标准，其决策过程导致最后在情感支配下做出决策。

即使使用量化标准，定性信息也是很重要的。有关企业管理质量或正在研发中的新产品的信息是很有用的。如果股票符合你的量化标准，你就应该进一步调查其定性因素了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



策略四：分散投资

你不太可能用第6章谈到的现代投资组合理论支持的方法进行分散投资，但是，如果你的头脑里有一些简单的多样化法则，你就会做得很好。

- 通过购买多种类型的股票实施分散投资策略。购买15只不同行业、不同规模的公司的股票就可以达到很好的分散投资效果，一只分散投资的共同基金也能达到同样的效果，但一个包含50只科技股票的投资组合并不就是分散的投资组合，一个包含5只共同科技基金的投资组合也不是。
- 尽量不持有自己所在公司的股票。你已经在你的公司中投入了人力资本，就是说你的收入要靠公司的经营状况，因此分散投资需要避免投资自己的公司。
- 投资债券。一个分散的投资组合应该包含债券或债券共同基金。

这样的分散投资策略可以帮助投资者避免严重的损失对生活造成的巨大影响。另外，分散投资还可以抵挡由于依恋或熟悉性思维造成的心理偏差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



策略五：控制投资环境

如果你在节食，你就应该对 M&M 糖果敬而远之，同样，如果你想克服投资心理偏差，就应该控制投资环境。

很多公司严格控制员工上网，以免他们工作分心，但还是有很多人在上班时间频繁地查看股票。控制环境需要限制能放大心理偏差的行为。这里有几种方法帮助你控制环境：

- **每月只查看一次股票，而不是每小时都看。**这样可以避免以下几种心理偏差："一朝被蛇咬，十年怕井绳"的行为反应；追求自豪避免懊悔的效应；挥霍赌场的钱。
- **每月的同一天交易一次。**每个月选一个日子，比如 15 日，在这天进行买卖交易，这会帮你消除速度至上的错误观念。速度只有在你听到小道消息而急于购买股票时才重要，而买入后不久，股票价格常常就会下跌。另外，每月交易一次能帮你克服交易中的信心膨胀。
- **每年检查一次你的投资组合，看其与你的具体目标切合度如何。**查看投资组合时，一定要留心是否有现状偏差效应、赠与效应、代表性思维和熟悉性思维等心理偏差。你的投资组合中的每种证券都与你的投资目标相一致吗？它们足够分散吗？进行记录，这样你可以克服认知失调和其他记忆偏差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其他拇指法则

虽然很多人都了解这些自助性概念，但他们仍然不能通过努力将其付诸实施，相反，他们试图通过简单的启发法（或称为拇指法则）勉强对付过去。用以下法则可使自己免受自身心理偏差的影响：

1. 不要买价格低于每股5美元的股票。多数投资骗局都发生在这些低价股票上。
2. 聊天室和留言板不可当真，它们会使你信心过度膨胀，熟悉性思维偏差放大，形成人为的社会共识。
3. 在买入一只不符合你标准的股票前要记住：你不可能比市场知道得更多。购买不符合你标准的股票说明你比其他人有信息优势。你确定自己拥有更多的信息吗？
4. 努力获得市场平均收益率。多数主动交易发生的原因是期望获得比他人更高的收益，这常会导致心理偏差，最终的收益较低。但是，如同分散投资策略一样，获取市场平均收益率的策略都很成功，因为它能防止你的偏差。
5. 每年反思自己投资中的心理偏差，这会增强本章提及的第一个策略：了解心理偏差。

成功的投资不仅仅是对股票有充分的了解，实际上，了解自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



身也很重要。“渊博”的投资者常常失败，因为他们的心理偏差控制了他们的投资决策。本章讨论了自我控制问题，并给出了一些克服心理偏差的策略。

利用心理偏差

多数关于心理偏差的讨论（包括本书中的讨论的核心问题，是偏差是怎样成为投资者的难题的？它们如何被克服？但是通过重组投资流程，一些心理偏差可以用来帮助投资者。例如，在 401（k）计划中，社会和心理影响会妨碍员工投资，我们可以通过调整计划的程序来鼓励职工投资该计划。

现状偏差效应会导致员工制定退休计划决策时举棋不定。事实上，许多人拖延得太久，以至于他们没有参与到这个计划中去。401（k）计划的自动注册政策不要求新员工亲自注册以参与这个计划，而是让员工自动注册、不想参与的人主动取消注册。想参与的员工们不会大费周章进行参与，他们的参与行为是自动的，而不愿意参与的人必须努力取消。401（k）存款计划的自动参与政策使更多的员工参与到了养老金计划中来，虽然多数人还停留在维持默认的存款水平和资产配置方案的地步。这个方法也存在一个问题：一些员工本来没有自动参与，但也参与了进来，另外，他们本来想投入更多资金并选择更积极的资产分配方案，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而不只是选择拖欠货币市场基金，但他们会因为现状偏差效应的影响而维持拖欠默认设置，所以员工的自动参与政策帮助了很多人，但也会对一些人造成损害。

理查德·塞勒和肖莫·贝纳茨发明了一种四步法，他们称这种方法为 SMT（Save More Tomorrow，“为未来存更多”的意思）法，这种方法可以克服数种心理偏差。他们建议还没投资 401（k）计划的员工按照以下步骤进行投资：第一，要求员工提前认同该计划，就是说决策不包含任何直接分歧；第二，计划伊始员工就要同意往养老金账户存款，并以很低的比例逐步增加存款量，例如 2%，虽然员工感到他们存款的数量只有小幅增加，但毕竟开始存款了；第三，员工每次存款的数额小幅递增，直到最高水平；第四，员工可以随时退出计划。虽然员工退出的可能性很小，但这种权利能让他们更放心地加入计划。SMT 要求员工提前很长时间做出决策，现状偏差效应随后发挥了正面作用，它使员工们不会退出计划。

这项计划在一家存款参与率较低的中型制造企业里得到了检验。该企业的 315 名员工的平均存款额只占他们收入的 4.4%，企业要求他们增加 5% 的存入率，并向不同意缴纳这 5% 的员工提供了 SMT 计划以供参考。207 人了解到了这个计划，其中 162 人同意参与，这些员工的平均存款率为 3.5%。未参加 SMT 计划的 153 名员工有的未采取任何行动，有的一次性提高了存款率。没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



接受 SMT 计划的员工平均存款率为 5.3%。三次比率的提高使参与 SMT 计划的员工存款率从 3.5% 上升到了 11.6%，那些没参加 SMT 计划的员工存款率从 5.3% 上升到了 7.5%。SMT 计划使员工的存款率大幅攀升，这对那些员工是有利的，因为他们开始为退休增加了存款；它对公司管理者们也是有利的，因为公司受美国劳工部反歧视条款的制约，条款规定：如果企业低收入员工的退休金缴费率很低，高收入员工的退休缴费比例将受到严格限制。

金融业的从业人员面临的挑战是如何设计更多方案，以帮助人们利用心理偏差制定优秀的投资决策，同时避免糟糕的投资决策。